الفشل المالي للمشروعات

د.نبيل عبد السلام شاكر



الفشل المالي للمشروعات

التشخيص – التنبؤ – العلاج

منهج التحليل

تأليف

دكتور/ نبيل عبد السلام شاكر

كلية التجارة – جامعة عين شمس



﴿...سبحانَك لاَ عِلْم لنَا إِلا ما علمتَنَا إِنـك أَنـتَ الْعلِـيم الْحكِيم ﴾.

صدق ا العظيم

فهرس

الفصل الأول

الإطار النظري لحالة الفشل المالي ومنهجية البحث العلمي

الفصل الثاني

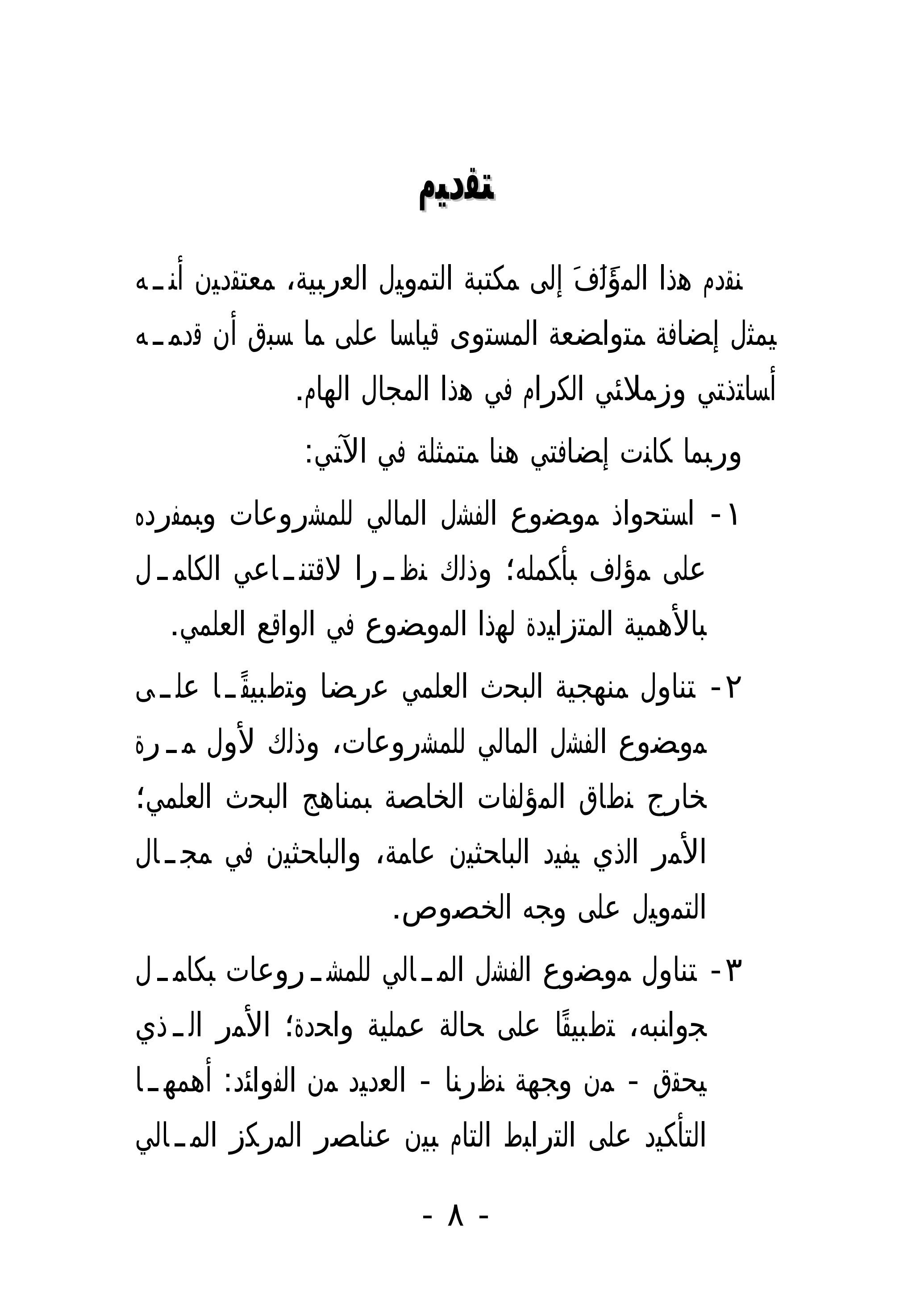
الإطار التطبيقي لتشخيص أبعاد مشكلة الفشل المالي

الفصل الثالث

الإطار التطبيقي للبدائل المتاحة لمواجهة الفشل المالي

الإهداء

إلى روح أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور محمد عفيفـي حمودة حبا واقتداء واعترافًا بالفضل.



تقديم

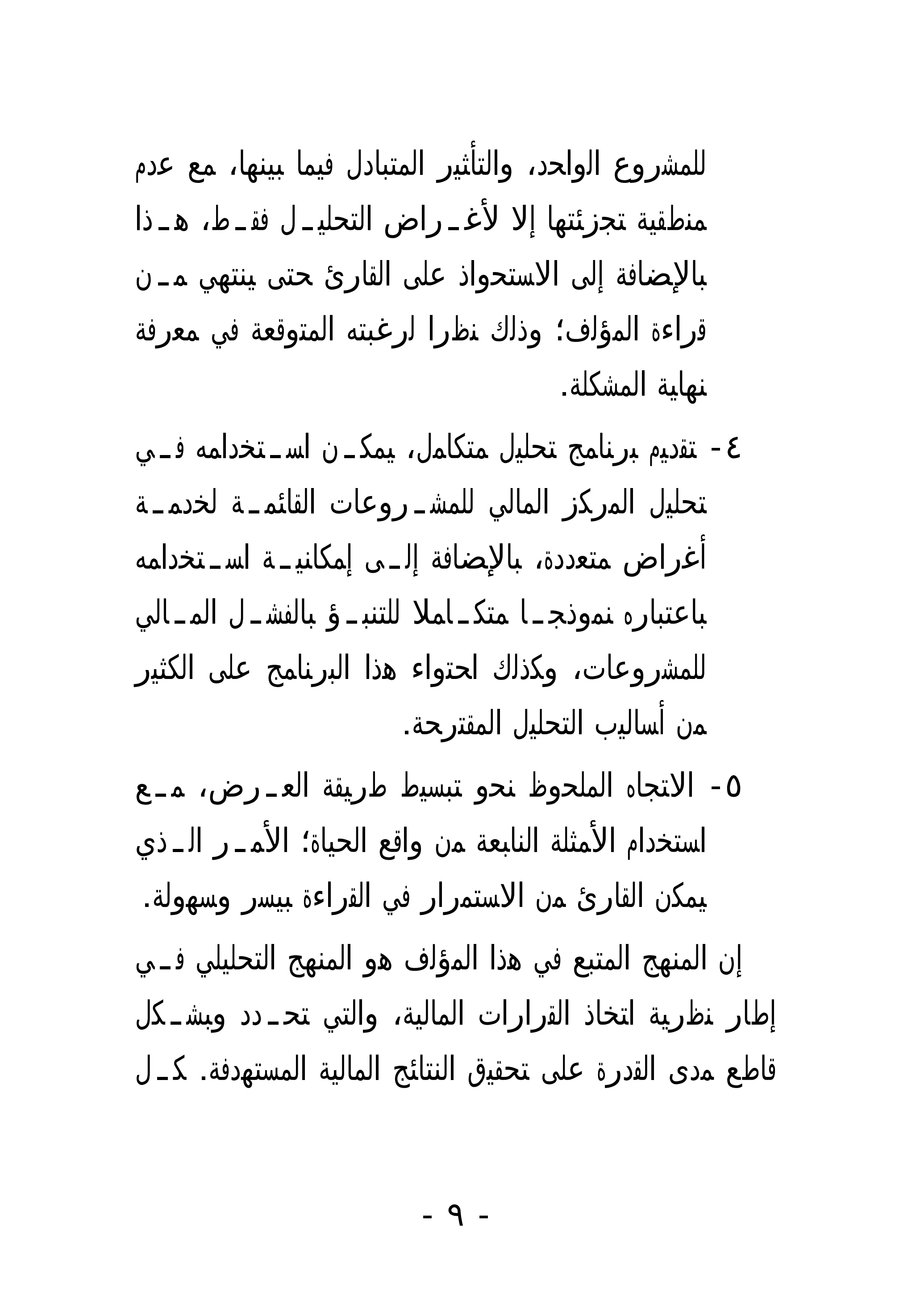
نقدم هذا المؤَلَفَ إلى مكتبة التمويل العربية، معتقدين أنه يمثل إضافة متواضعة المستوى قياسا على ما سبق أن قدمه أساتذتي وزملائي الكرام في هذا المجال الهام.

وربما كانت إضافتي هنا متمثلة في الآتي:

١- استحواذ موضوع الفشل المالي للمشروعات وبمفرده على مؤلف بأكمله؛ وذلك نظرا لاقتناعي الكامل بالأهمية المتزايدة لهذا الموضوع في الواقع العلمي.

٢- تناول منهجية البحث العلمي عرضا وتطبيقًا على موضوع الفشل المالي للمشروعات، وذلك لأول مرة خارج نطاق المؤلفات الخاصة بمناهج البحث العلمي؛ الأمر الذي يفيد الباحثين عامة، والباحثين في مجال التمويل على وجه الخصوص.

٣- تناول موضوع الفشل المالي للمشروعات بكامل جوانبه، تطبيقًا على حالة عملية واحدة؛ الأمر الذي يحقق - من وجهة نظرنا - العديد من الفوائد: أهمها التأكيد على الترابط التام بين عناصر المركز المالي



للمشروع الواحد، والتأثير المتبادل فيما بينها، مع عدم منطقية تجزئتها إلا لأغراض التحليل فقط، هذا بالإضافة إلى الاستحواذ على القارئ حتى ينتهي من قراءة المؤلف؛ وذلك نظرا لرغبته المتوقعة في معرفة نهاية المشكلة.

٤- تقديم برنامج تحليل متكامل، يمكن استخدامه في تحليل المركز المالي للمشروعات القائمة لخدمة أغراض متعددة، بالإضافة إلى إمكانية استخدامه باعتباره نموذجا متكاملا للتنبؤ بالفشل المالي للمشروعات، وكذلك احتواء هذا البرنامج على الكثير من أساليب التحليل المقترحة.

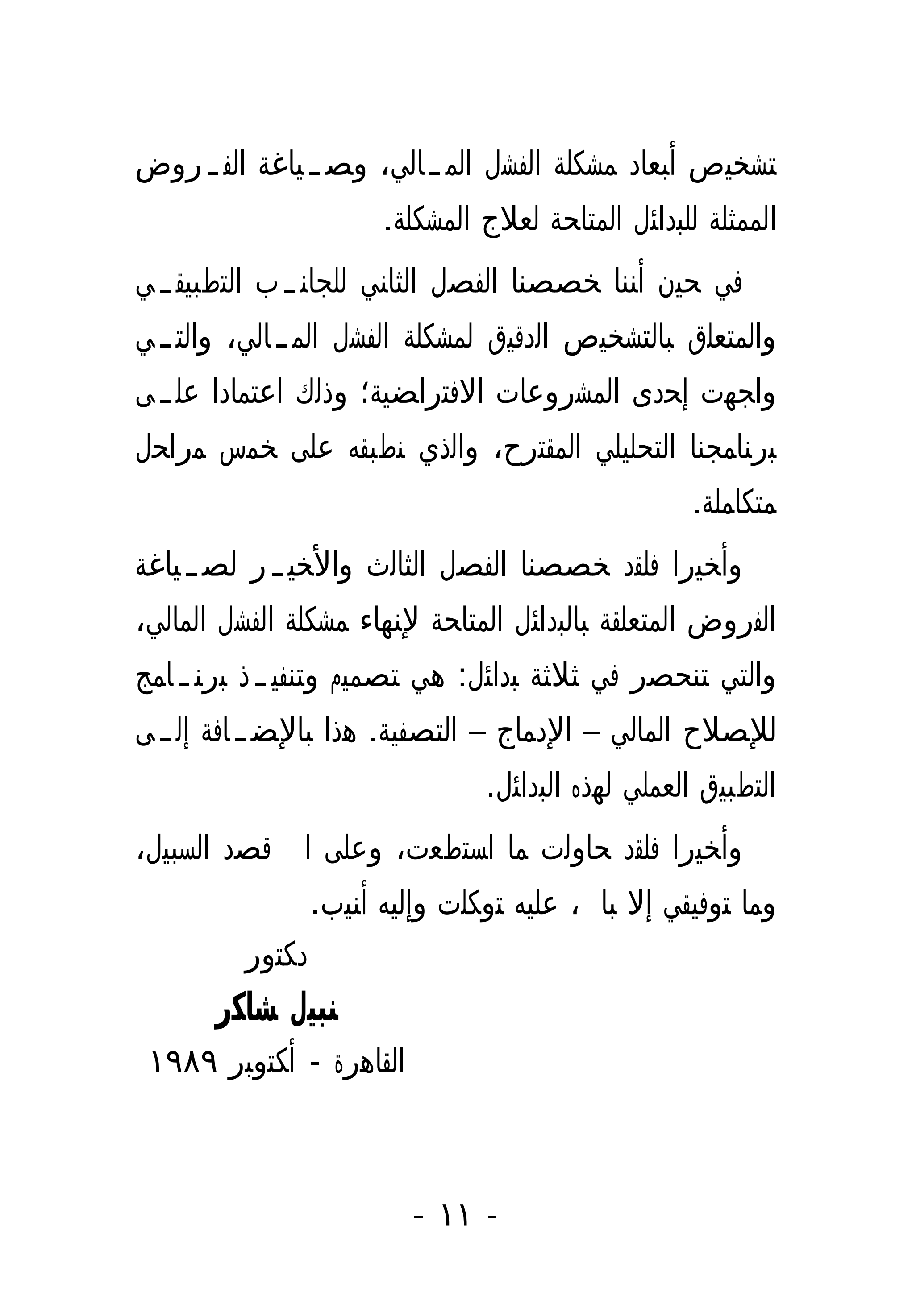
٥- الاتجاه الملحوظ نحو تبسيط طريقة العرض، مع استخدام الأمثلة النابعة من واقع الحياة؛ الأمر الذي يمكن القارئ من الاستمرار في القراءة بيسر وسهولة.

إن المنهج المتبع في هذا المؤلف هو المنهج التحليلي في إطار نظرية اتخاذ القرارات المالية، والتي تحدد وبشكل قاطع مدى القدرة على تحقيق النتائج المالية المستهدفة. كل

ذلك في إطار النظرية الاقتصادية المتعلقة بتحليـل التكلفـة والعائد.

ولقد قمنا بتقسيم هذا المؤلف إلى ثلاثة فصـول أساسـية تخدم - من وجهة نظرنا - اتجـاهين أساسـيين: أولهمـا: الحرص على تعميق الفهم بالنظرية العلمية والمكونة للفكـر المالي المعاصر، والمرتبطة بقرارات مالية تفصيلية، وكيفية صناعتها بالشكل الذي يؤدي إلى تحقيق المشـروع لأهدافـه المالية المخططة، وثانيهما: تعميق الجانب التطبيقـي لتلـك النظرية العلمية، بحيث يتمكن القارئ من ممارستها عمليـا؛ سواء عند تحليل المركز المالي لمشروع قائم أو التنبؤ بالفشل المالي لمشروع متعثر، هذا بالإضافة إلـى إمكانيـة إفـادة الباحثين في إعداد بحوثهم الأكاديمية والميدانية.

ولقد خصصنا الفصل الأول لعـرض الإطـار النظـري لمفهوم الفشل المالي الكامل، والذي يستوجب العـلاج مـع التفرقة بين هذه الحالة وبين حالة العسر المالي الفني، والذي يمثل مجرد ظاهرة تستوجب البحث عن أسـبابها الحقيقيـة؛ تمهيدا لبحث مقترحات العلاج، مع تناولنا في هـذا الفصـل للإطار العام لمنهجية البحث العلمي وخطوات استخدامه فـي



تشخيص أبعاد مشكلة الفشل المـالي، وصـياغة الفـروض الممثلة للبدائل المتاحة لعلاج المشكلة.

في حين أننا خصصنا الفصل الثاني للجانـب التطبيقـي والمتعلق بالتشخيص الدقيق لمشكلة الفشل المـالي، والتـي واجهت إحدى المشروعات الافتراضية؛ وذلك اعتمادا علـى برنامجنا التحليلي المقترح، والذي نطبقه على خمس مراحل متكاملة.

وأخيرا فلقد خصصنا الفصل الثالث والأخيـر لصـياغة الفروض المتعلقة بالبدائل المتاحة لإنهاء مشكلة الفشل المالي، والتي تنحصر في ثلاثة بدائل: هي تصميم وتنفيـذ برنـامج للإصلاح المالي – الإدماج – التصفية. هذا بالإضـافة إلـى التطبيق العملي لهذه البدائل.

وأخيرا فلقد حاولت ما استطعت، وعلى ا قصد السبيل، وما توفيقي إلا با ، عليه توكلت وإليه أنيب.

دكتور

نبيل شاكر

القاهرة - أكتوبر ١٩٨٩

الفصل الأول

الإطار النظري لحالة الفشل المالي

ومنهجية البحث العلمي.

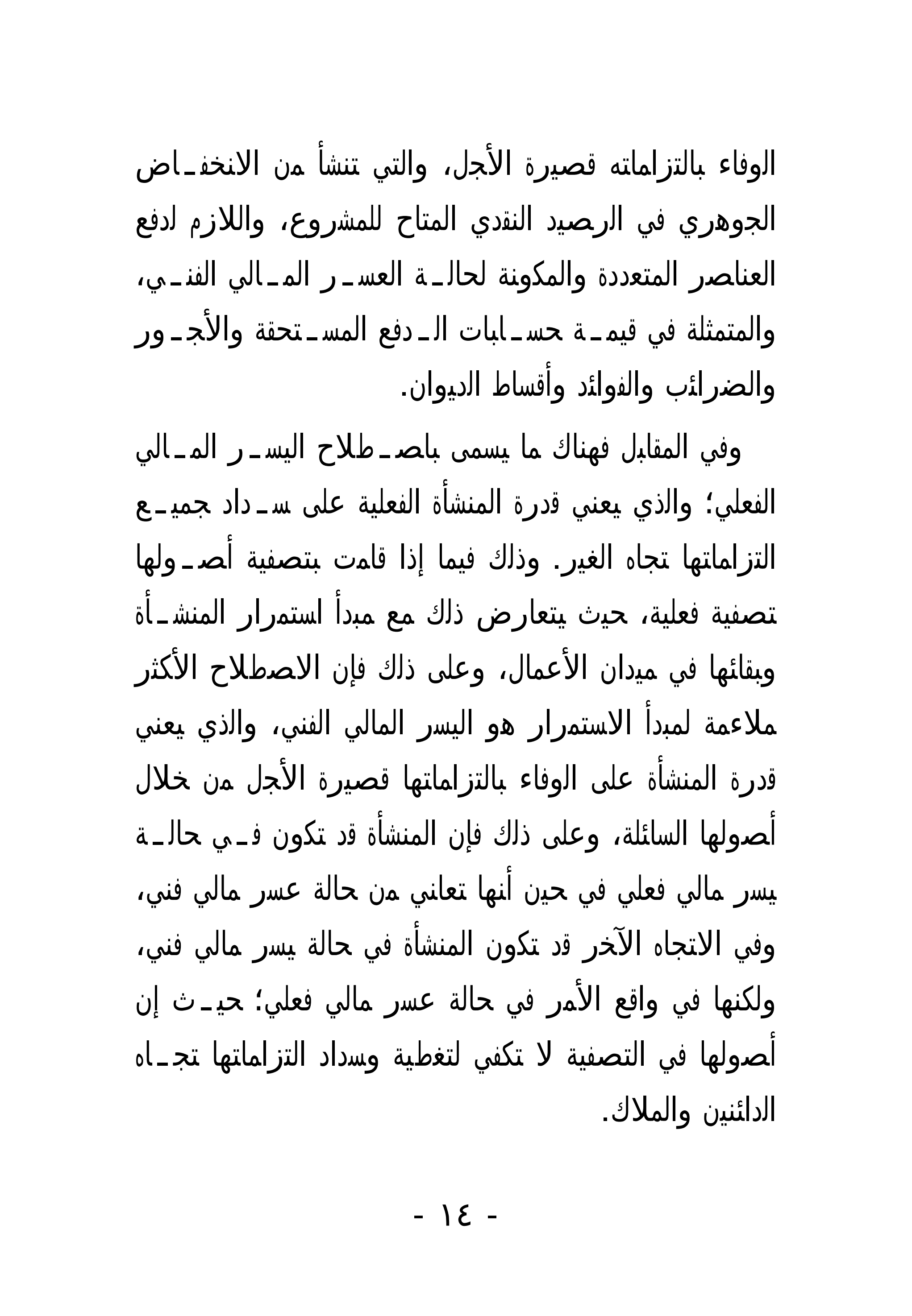
أولاً: مفهوم الفشل المالي والعسر المالي الفني.

ثانيا: الإطار العام لمنهجية البحث العلمي للفشل المـالي والعسـر المالي الفني.

أولاً
مفهوم الفشل المالي والعسر المالي الفني

الواقع إن الفشل المـالي Financial failure of f. Distress هو تلك الحالة المالية المرادفة لحالة العسر المالي الحقيقي أو القانوني Legal insolvency التي تعني عدم قدرة المشـروع على مواجهة وسداد التزاماته المستحقة للغير بكامل قيمتهـا، حيث تكون أصوله أقل في قيمتها الحقيقية من قيمة خصومه، الأمر الذي يصل بالمشروع - وفي أغلب الحـالات - إلـى حالة الإفلاس، وفي حقيقة الأمر إن حالة الفشـل المـالي لا تحدث بشكل مفاجئ مثل الحوادث، ولكنها تعكـس النتـائج النهائية لمجموعة من التراكمات والمضاعفات والتي تبدأ من موقف معين، وبدرجة معينة من درجات نقـص السـيولة، والتي تتطور في حالة عدم الاهتمام بها من وضع سيئ إلـى وضع أكثر سوءا إلى أن تصل إلى حالة الفشل المالي.

ومما سبق يتأكد أن حالة العسر المالي الفنـي technical insolvency تعتبر المقدمة الحقيقية لحالة الفشل المالي، حيث نقصد بحالة العسر المالي الفني عدم قدرة المشـروع علـى



الوفاء بالتزاماته قصيرة الأجل، والتي تنشأ من الانخفاض الجوهري في الرصيد النقدي المتاح للمشروع، واللازم لدفع العناصر المتعددة والمكونة لحالة العسر المالي الفني، والمتمثلة في قيمة حسابات الدفع المستحقة والأجور والضرائب والفوائد وأقساط الديوان.

وفي المقابل فهناك ما يسمى باصطلاح اليسر المالي الفعلي؛ والذي يعني قدرة المنشأة الفعلية على سداد جميع التزاماتها تجاه الغير. وذلك فيما إذا قامت بتصفية أصولها تصفية فعلية، حيث يتعارض ذلك مع مبدأ استمرار المنشأة وبقائها في ميدان الأعمال، وعلى ذلك فإن الاصطلاح الأكثر ملاءمة لمبدأ الاستمرار هو اليسر المالي الفني، والذي يعني قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل من خلال أصولها السائلة، وعلى ذلك فإن المنشأة قد تكون في حالة يسر مالي فعلي في حين أنها تعاني من حالة عسر مالي فني، وفي الاتجاه الآخر قد تكون المنشأة في حالة يسر مالي فني، ولكنها في واقع الأمر في حالة عسر مالي فعلي؛ حيث إن أصولها في التصفية لا تكفي لتغطية وسداد التزاماتها تجاه الدائنين والملاك.

ويمكن إضفاء مزيدٍ من التوضيح على ما سبق ذكره من خلال محتويات الجدول التالي، والذي يعرض الحالة الماليـة لكل من المنشأتين أ، ب.

جدول رقم (١)

بيان توضيحي لحالتي العسر المالي الفني

والعسر المالي الحقيقي (الفشل المالي)

(القيمة بالألف)

بيـــان	منشأة أ		منشأة ب	
	أصول	خصوم ورأس المال	أصول	خصوم ورأس المال
قيمة دفترية للأصول	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠
قيمة دفترية للخصـوم ورأس المال	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠
قيمة سوقية للأصـول والخصوم	١٥٠٠٠	١٠٠٠٠	٧٠٠٠	١٠٠٠٠
أصول متداولة	٣٠٠٠	ـــــ	٢٠٠٠	ـــــ
خصوم قصيرة الأجل	ــــ	٦٠٠٠	ـــــ	٧٠٠٠

ويوضح الجدول السابق أن المنشأة (أ) تعاني مـن حالـة عسر مالي فني، والمتمثل في عدم قدرة أصـولها المتداولـة

على سداد خصومها المتداولة، وعلى الرغم من ذلـك فهـي تتمتع بحالة من اليسر المالي الفعلي، والمتمثل فـي زيـادة القيمة السوقية لأصولها عن القيمة الفعلية لخصـومها. فـي حين نجد المنشأة (ب) تقع في دائرة الفشل المالي الحقيقي من خلال معاناتها من حالة العسر الفني بالإضافة إلى انخفـاض القيمة الحقيقية لأصولها عن القيمة الفعلية لخصومها.

وعلى ذلك يتأكد أن العسر المالي الفني يمثل أحد المراحل المتقدمة لحالة الفشل المالي؛ الأمر الذي يقودنا إلى ضرورة العرض السريع لمراحل الفشل المالي، والتي يمكن حصرها في أربعة مراحل متتالية وهي:

١- مرحلة ما قبل ظهور الفشل المالي: حيـث تـرتبط هذه المرحلة بالعديد من الظواهر السلبية ومنها:

١/١: النقص في الطلب على منتجات المشروع.

٢/١: ضعف كفاءة طرق وأساليب الإنتاج.

٣/١: ضعف الموقف التنافسي للمشروع.

٤/١: الزيادة الكبيرة في تكاليف التشغيل.

٥/١: انخفاض معدل دوران الأصول.

١/٦: إقرار توسعات استثمارية دون توافر رأس المـال العامل الكافي لمواجهتها.

١/٧: انعدام التسهيلات البنكية الكافية.

وليس هناك من شك في أن اكتشاف الأمـر عنـد هـذه المرحلة سوف يمكن المشروع من مواجهة الموقـف بشـكل أكثر فعالية وأكثر سهولة.

٢- التدفق النقدي المنخفض Cash shortage

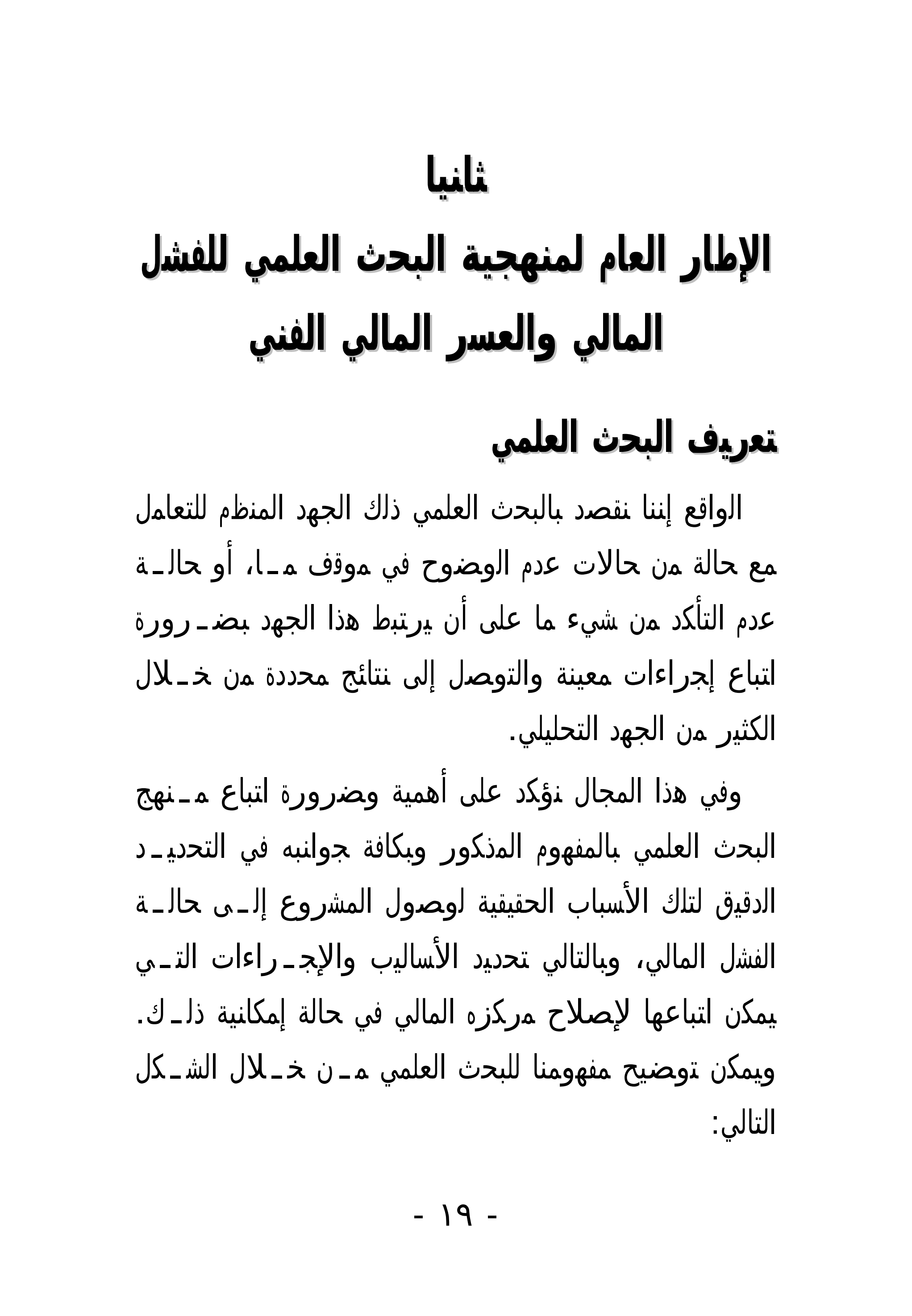
وترتبط هذه المرحلة بعدم قدرة المشروع علـى مقابلـة التزاماته الجارية، ويكون في حاجة ماسة للنقدية. وذلك على الرغم من إمكانية امتلاكه لأصول مادية تزيد في قيمتها عن قيمة التزاماته الإجمالية تجاه الغير، والتي يعكسـها جانـب الخصوم من ميزانيته العمومية، بالإضافة إلى إمكانية تحقيقه لمعدل مقبول من الربحية، حيث تكمن المشكلة خـلال هـذه المرحلة في انخفاض السيولة بمعناها الفني ولـيس بمعناهـا المطلق، حيث يعني الأخير توافر النقدية بكميات كبيرة فـي خزائن المشروع.

٣- الإعسار المالي المؤقت Financial insolvency

ترتبط هذه المرحلة بعدم قدرة المشروع علـى اسـتخدام سياساته العادية فـي الحصـول علـى النقديـة المطلوبـة لاستخدامها في مواجهة التزاماته المستحقة، ومقابلـة نمـوه المطلوب، وفي هذه المرحلة غالبا ما تتجه إدارة المشـروع إلى فرض العديد من الإجـراءات المتشـددة، وذلـك قبـل استدعائها لمتخصص في مجال الاستشارات المالية والـذي غالبا ما يتم تعيينه من جهة الدائنين.

٤- الإعسار الكلي Total insolvency

حيث تعكس هذه المرحلة حالة الفشـل المـالي الكامـل، والذي سبق لنا ربطه بشكل مباشر بعدم كفاية القيمة السوقية لأصول المشروع لمواجهة التزاماته الكليـة تجـاه دائنيـه ومساهميه.



ثانيا

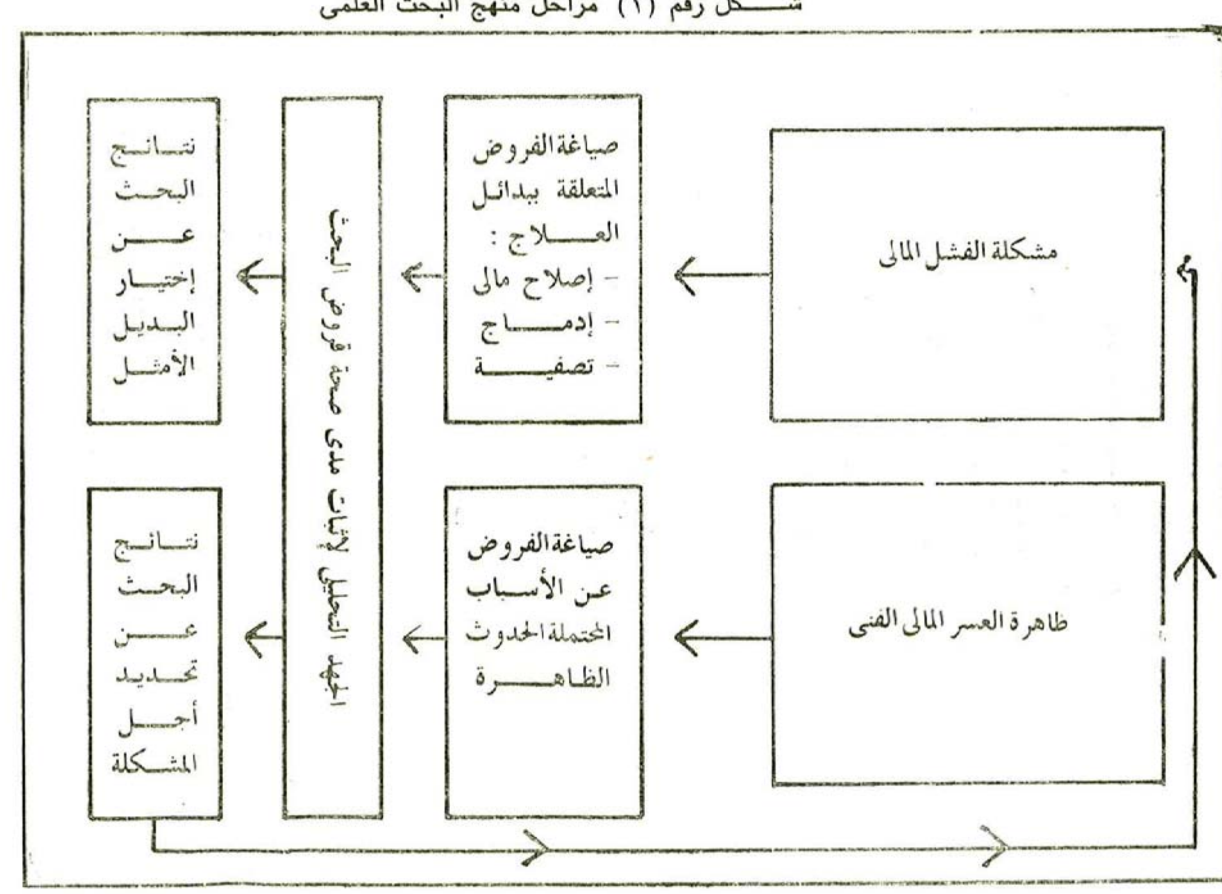
الإطار العام لمنهجية البحث العلمي للفشل المالي والعسر المالي الفني

تعريف البحث العلمي

الواقع إننا نقصد بالبحث العلمي ذلك الجهد المنظم للتعامل مع حالة من حالات عدم الوضوح في موقف ما، أو حالة عدم التأكد من شيء ما على أن يرتبط هذا الجهد بضرورة اتباع إجراءات معينة والتوصل إلى نتائج محددة من خلال الكثير من الجهد التحليلي.

وفي هذا المجال نؤكد على أهمية وضرورة اتباع منهج البحث العلمي بالمفهوم المذكور وبكافة جوانبه في التحديد الدقيق لتلك الأسباب الحقيقية لوصول المشروع إلى حالة الفشل المالي، وبالتالي تحديد الأساليب والإجراءات التي يمكن اتباعها لإصلاح مركزه المالي في حالة إمكانية ذلك. ويمكن توضيح مفهومنا للبحث العلمي من خلال الشكل التالي:

شــــكل رقم (١) مراحل منهج البحث العلمي



ومن خلال الشكل السابق يمكننا تقديم عـرض مختصـر لأهم مكونات منهجية البحث العلمي، وذلك على الوجه الآتي:

(أ) المشكلة والظاهرة موضوع البحث:

إن هناك اختلاف واضح بين كل من المشكلة والظـاهرة، حيث تتجه نوعية من البحوث العلمية نحو التعامل مع ظاهرة معينة أو مجموعة من الظواهر، في حين تتجه نوعية أخرى نحو التعامل مع مشكلة معينة أو مع مجموعة من المشـاكل الأمر؛ الذي يرتبط بالكثير من الاختلاف فيما بين – الأسلوب المطبق في بناء البحث العلمي في كل من النوعيتين.

وفيما يتعلق بالمشكلة فتعكس تلك الحالـة المرضـية أو السلبية والتي تحددت بشكل قاطع، وذلك فيما يتعلق بأبعادها المختلفة ومسبباتها المؤكدة، ومثال ذلك حالة الفشل المـالي الكامل للمشروعات، وكذلك إصابة الإنسان بمرض خطيـر. ومن المنطقي أن يهدف البحث العلمي في هذه الحالـة إلـى تحديد أفضل السبل المتاحة لعلاج المشكلة موضع البحـث، وعلى ذلك فإن معيار التقييم لمثل هذا النوع من البحوث يتجه نحو درجة التحديد الدقيق للمشكلة موضع البحـث، ومـدى قابلية أساليب العلاج المقترحة للتطبيق العلمي.

ويمكن تلخيص خصائص المشكلة البحثية في العناصـرة التالية [1]:

١- أن تحدد المشكلة بشكل سليم (صـياغة أو وصـف دقيق).

حيث إنه من الأمور الهامة إعطـاء الأهميـة اللازمـة والوقت الكافي لمرحلة تكوين وصياغة المشكلة قبل البدء في تنفيذ البحث، حيث إن العديد من البحوث ينتهي بالفشل بسبب الصياغة غير الكافية وغير الدقيقة للمشكلة البحثيـة، ومـن أمثلة الإخلال لصياغات المشاكل ما يتعلق بالبعـد الزمنـي؛ كأن نبحث مشكلة كانت صارخة في الماضي وانتهـى الآن الاهتمام بها، وبالتالي أصبح التصدي لها أمرا غير مقبـول. ومن أمثلة ذلك التصدي لدراسة الفشل المالي لمشـروع تـم تصفيته منذ سنوات ماضية.

٢- صياغة المشكلة في إطار قابل للعلاج والبحث.

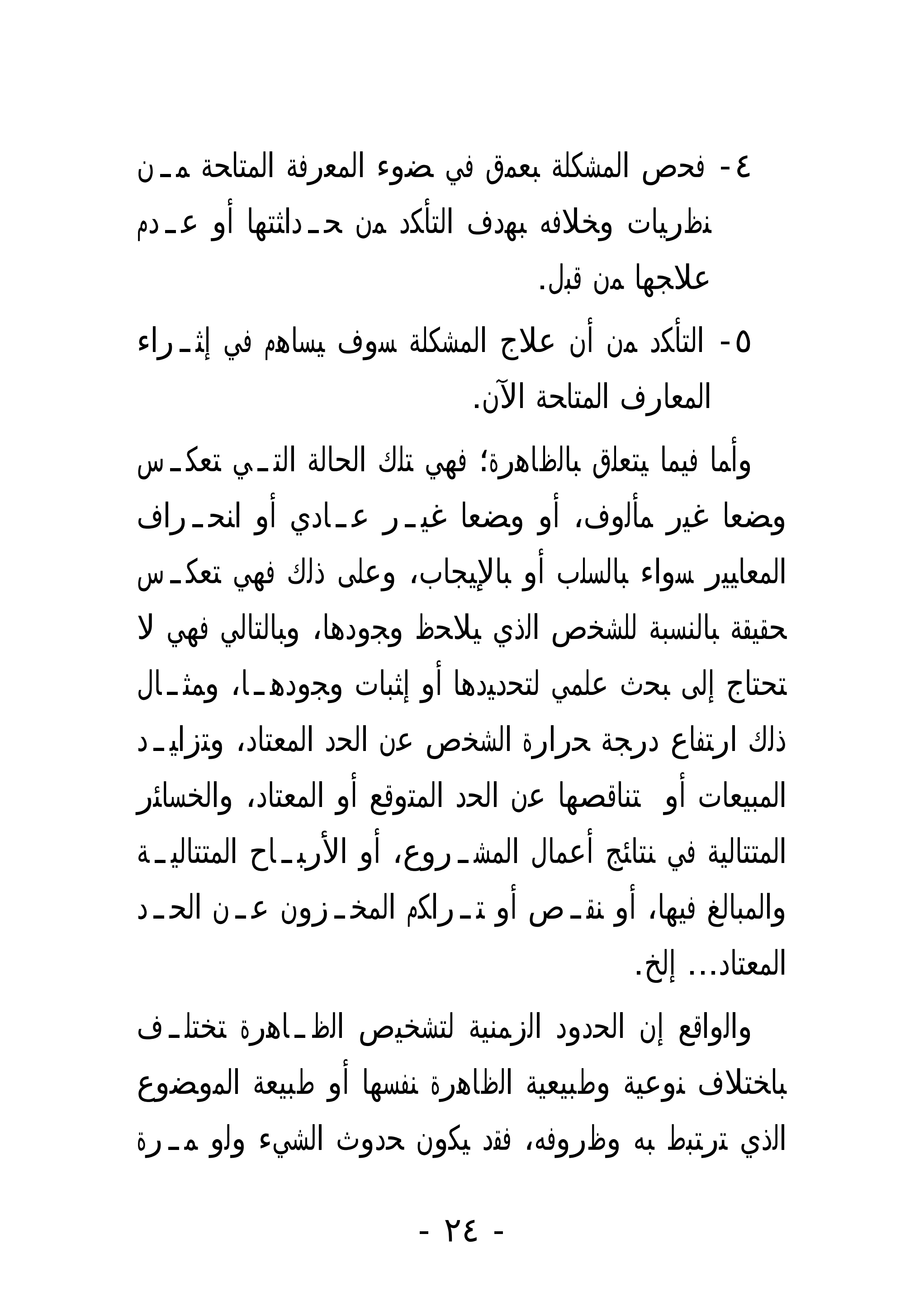
---

(1) د. محمد عفيفي حمودة، **البحث العلمي**، أصول وقواعـد البحـث وكتابة التقارير والبحوث، (القاهرة: مكتبة عين شـمس،/ الطبعـة الثانية، ١٩٨٣)، ص٤٧.

والواقع إن الاهتمام هنا بقابلية المشكلة للحل ينشـأ مـن ضرورة ربط هذا الحل بالظروف التي نشأت فيها المشـكلة، وهي نفس الظروف التي سوف يطبق فيها الحـل المقتـرح للمشكلة، ومن جهة أخرى فإن التصدي لمشكلة ليس لها حل أوعلاج قابل للتطبيق العملي سوف يعني مضـيعة للوقـت والتكاليف.

٣- ربط المشكلة تطبيقًا بالمناخ الذي نشأت فيـه والـذي سوف يطبق فيه علاج تلك المشكلة.

ومن هنا تنشأ الأهمية الكبرى لمعايشـة الباحـث التامـة للظروف البيئية للمشكلة. فمثلاً إذا كان المشـروع المتعثـر يعمل في مجال صناعة الغزل والنسيج، ومقام فـي مدينـة دمياط، فيجب على الباحث أن يتعايش تمامـا مـع صـناعة الغزل والنسيج؛ ليعلم بكل جوانبها المالية والفنية والتسـويقية – إلخ، بالإضافة إلى ضرورة الإحاطـة الكاملـة بظـروف المكان الذي يعمل فيه، كل ذلك انطلاقًا من نشأة المشكلة في مجال معين ومكان معين، وأن العلاج سوف يتعلـق بـنفس المجال ونفس المكان – وهكذا.



٤- فحص المشكلة بعمق في ضوء المعرفة المتاحة من نظريات وخلافه بهدف التأكد من حداثتها أو عدم علاجها من قبل.

٥- التأكد من أن علاج المشكلة سوف يساهم في إثراء المعارف المتاحة الآن.

وأما فيما يتعلق بالظاهرة؛ فهي تلك الحالة التي تعكس وضعا غير مألوف، أو وضعا غير عادي أو انحراف المعايير سواء بالسلب أو بالإيجاب، وعلى ذلك فهي تعكس حقيقة بالنسبة للشخص الذي يلاحظ وجودها، وبالتالي فهي لا تحتاج إلى بحث علمي لتحديدها أو إثبات وجودها، ومثال ذلك ارتفاع درجة حرارة الشخص عن الحد المعتاد، وتزايد المبيعات أو تناقصها عن الحد المتوقع أو المعتاد، والخسائر المتتالية في نتائج أعمال المشروع، أو الأرباح المتتالية والمبالغ فيها، أو نقص أو تراكم المخزون عن الحد المعتاد... إلخ.

والواقع إن الحدود الزمنية لتشخيص الظاهرة تختلف باختلاف نوعية وطبيعية الظاهرة نفسها أو طبيعة الموضوع الذي ترتبط به وظروفه، فقد يكون حدوث الشيء ولو مرة

واحدة وبشكل مخالف عن المعتاد يمثـل ظـاهرة تسـتحق الاهتمام، وفي نفس الوقت فقد لا يتوافر شرط وجود ظاهرة ملحة أو ملفتة للانتباه إلا مع تكرار حدوثها لمرات عديـدة، ويختلف معدل التكرار وطول فترة التكرار اللازمتين لاعتبار وجود الظاهرة في إطار يلفت الانتباه على حسـب طبيعـة الظاهرة وظروف حدوثها، فمثلاً قد يعتبر انخفـاض معـدل ربحية المشروع في ١٥% إلـى ١٤% ظـاهرة تسـتوجب الانتباه خلال فترة زمنية معينة، في حين أن انخفاضه بعـد ذلك يجعل منه أمرا عاديا.

ومن جهة أخرى فقد يكون ثبـات واسـتمرارية حـدوث الشيء بنفس المعدل هو الأمر الغير مألوف والملف للنظـر وليس العكس، بمعنى أنه إذا كان الوضع المعتاد في حالة من الحالات هو التغير المستمر بالزيادة أو النقص؛ مثـل تغيـر السعر أو التكلفة أو الطلب على منتجات المشروع، ففي مثل هذه الحالة يصبح – ثبات السعر أو التكلفة أو الطلـب عنـد مستوى معين لفترات زمنية متتالية – انحرافًا عن الوضـع الطبيعي؛ الأمر الذي يعكس ظاهرة تستوجب الانتباه.

ولتوضيح ما سبق بهدف تعميق الفرق بين الظاهرة والمشكلة - نؤكد على أن الظاهرة تعتبر النتيجة النهائية الواضحة والتي يكون سببها الجذري والأصلي هو المشكلة التي يجب البحث عنها، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة سببية بين الظاهرة والمشكلة.

ويوجه البحث نحو تحديد المشكلة كسبب للنتيجة التي أمامنا وهي – الظاهرة، حيث إن المشكلة تكون بمثابة واحد أو أكثر من الأسباب المحتملة لحدوث الظاهرة.

ومن خلال ما سبق يتأكد أن إزالة الظاهرة يتطلب معالجة السبب أو المشكلة الأصلية لضمان عدم تكرار حدوث الظاهرة، حيث إنه من الأخطاء الواضحة التركيز على معالجة الظاهرة دون معالجة المشكلة، وهنا يجب العمل على إنقاذ الموقف مؤقتًا بسرعة مواجهة الظاهرة في الأجل القصير مع ضرورة التركيز على مواجهة المشكلة الأساسية؛ بهدف معالجتها لضمان عدم تكرار الظاهرة موضع البحث. ومن أمثلة ذلك ما يلي:

 ** **الخسائر** المتتالية لأحد الشركات، ولفترة زمنية طويلة، وخاصة تلك الشركات المملوكة للدولة، والتي يتم

معالجتها كمشكلة تستوجب العلاج، والذي غالبا ما ينحصر في قيام الدولة بتعويض الشركة عن خسائرها الكبيرة، وعلى الرغم من ذلك تعود الشركة إلى تحقيق الخسائر مرة أخرى، وهنا نؤكد على أن الخلل هنا ينحصر في التعامل مع الخسائر كمشكلة وليس كظاهرة، وبذلك فقد تم معالجة الظاهرة وبقيت المشكلة دون علاج، والتي تنحصر في الأسباب الحقيقية وراء تحقيق هذه الخسائر، والتي تحتاج إلى جهد علمي ملموس في تحديدها، والتي قد تكون:

- ضعف كفاءة إدارة الشركة.
- القيود المتعلقة بالعمالة الزائدة.
- القيود المتعلقة بالتسعير الجبري لمنتجات الشركة.
- تزايد أعباء الديون نتيجة لخلل الهيكل التمويلي للشركة.
- التوسعات الرأسمالية الغير مدروسة.
- الانخفاض الشديد في مستوى المبيعات وبالتالي تضخم المخزون السلعي... إلخ.

** **تفشي المخزون** كظاهرة سلبية، والتي يمكن معالجتها بشكل خاطئ على أنها مشكلة تستوجب العلاج

وذلك بالشراء العاجل، وذلك على الرغم من حتمية معالجتها كظاهرة تستوجب الدراسة لتحديد الأسباب الحقيقيـة لـنقص المخزون عن المعدل المتوقع والمخطط، وبالتالي معالجتهـا في الأجل الطويل لضمان عدم تكرار هذه الظاهرة.

** **الانخفاض** الجوهري في الرصـيد النقـدي المتـاح للشركة واللازم للوفاء بالتزاماتها العاجلة، والذي يعكس حالة العسر المالي الفني والتي سبق لنا توضيحها، والتي غالبا ما يتم مواجهتها بشكل خاطئ على اعتبار أنها مشكلة تستوجب العلاج الفوري عن طريق الاقتراض العاجل، والذي يـؤدي مستقبلاً إلى مزيد من العسر المـالي وانخفـاض السـيولة، وبالتالي إضعاف القدرة الاستدانية للشركة، والذي يمكـن أن يصل بها إلى مرحلة الفشل المالي الكامل. حيث تم معالجـة الظاهرة، وبقيت المشكلة دون علاج، والتي تنحصـر فـي الأسباب الحقيقية وراء هذا الانخفاض في الرصـيد النقـدي المتاح للشركة والتي تدور حول ما يلي:

- عدم سلامة سياسة الشراء المطبقة في الشركة، وذلك بالشراء النقدي مع إمكانية الشراء الآجل.
- ضعف كفاءة جهاز البيع والتحصيل بالشركة.

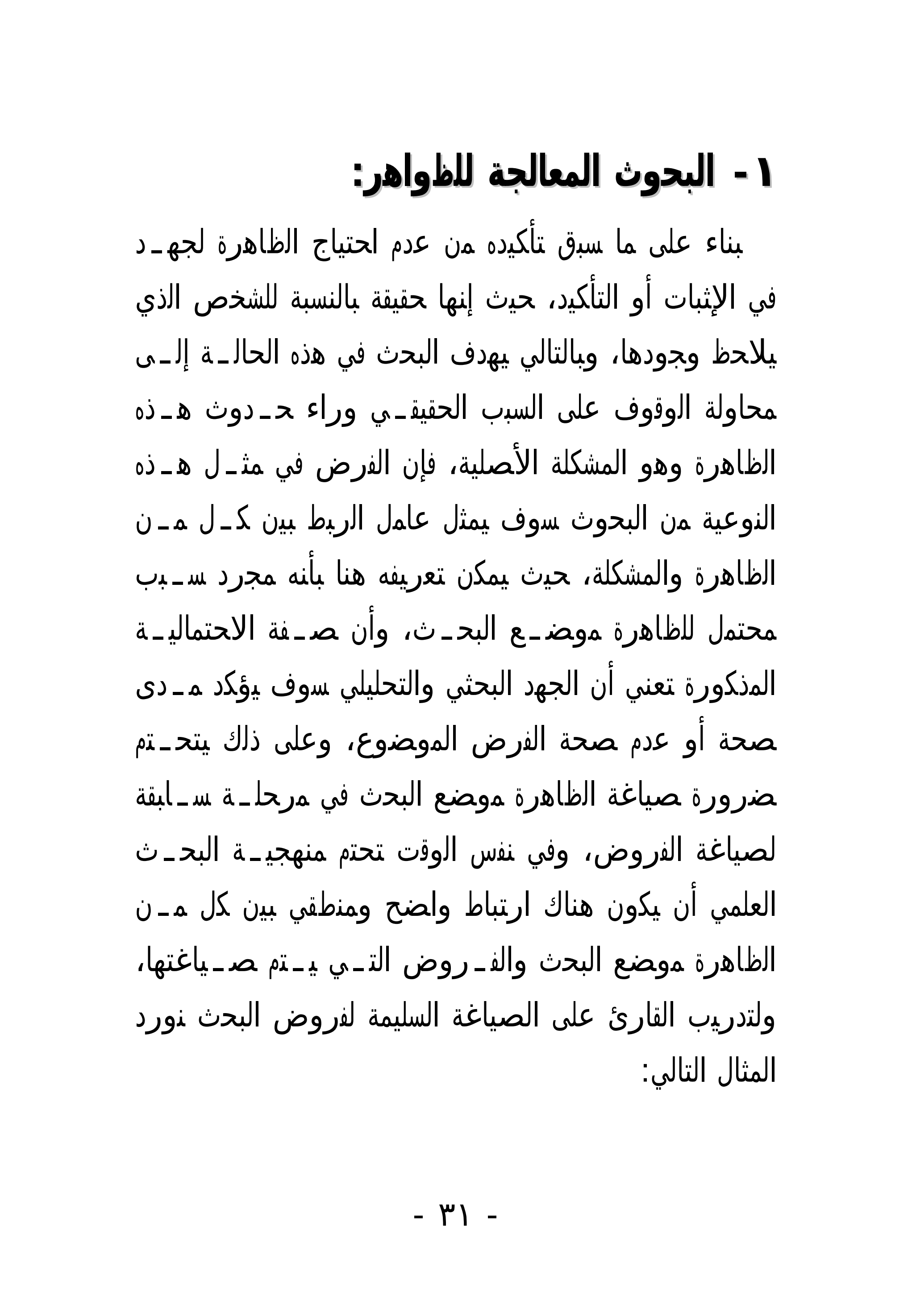
- ضعف الموقف التنافسي لمنتجات الشركة الأمر الذي أدى إلى انخفاض الإيرادات.
- المبالغة في بعض العناصر المكونـة للمصـروفات النقدية الخارجة، مثل مصروفات البيع والتحصيل.
- عدم اتباع الشركة لأسلوب التخطيط النقدي.
- زيادة الأعباء التمويلية المتمثلة في الفوائـد وأقسـاط الديون.. إلخ.

وإلى هذا الحد نعتقد أن الفرق بين الظاهرة والمشكلة قـد أصبح واضحا، مع التأكيد على أنه من الممكـن أن تتعـدد مراحل ربط الظاهرة التي نلاحظها بالمشكلة الجذريـة إلـى مراحل متعددة؛ حيث إن تحليل الأسباب الممكنـة للظـاهرة موضع البحث سوف يحدد السبب الرئيسـي وراء حـدوثها، وهو المشكلة، وبعد تحديد المشكلة المباشرة للظاهرة يمكن أن تكون مجرد ظاهرة لمشكلة أخرى.. وهكذا تتعدد المراحـل لحين الوصول إلى المشكلة الجذرية وراء الظاهرة التي يـتم ملاحظتها.

(ب) صياغة فروض البحث:

تأتي هذه المرحلة من مراحل البحث العلمي بعد الانتهـاء من المرحلة السابقة والمتعلقة بالتحديد الـدقيق للظـاهرة أو المشكلة موضع البحث، حيث يبدأ البحث في موضوع يرتبط بعدم الوضوح أو عدم المعرفة عن موقف معين أو موضوع ما، مع عدم التأكد من أشياء محددة وقاطعـة، فتـأتي هـذه المرحلة التي ترتبط باتباع أسلوب التجربة والخطـأ ولكـن بأسلوب مخطط وغير عشوائي، والتي يطلق عليها مرحلـة وضع الفروض hypotheses والتي تعني تحديد عـدد مـن التوقعات التي لم يتم التأكد من صحتها بعد، بحيـث ينتهـي البحث العلمي إما بالتثبت من صحة تلك الفـروض أو عـدم صحتها أو صحة بعضها وعدم صحة البعض الآخر.

ومن المنطقي أن تختلف صياغة الفرض باختلاف نوعية البحث، من حيث كونه يتجه نحو معالجة ظـاهرة معينـة أو معالجة مشكلة معينة اعتمادا على ما سبق توضيحه في هـذا المجال ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:



١- البحوث المعالجة للظواهر:

بناء على ما سبق تأكيده من عدم احتياج الظاهرة لجهد في الإثبات أو التأكيد، حيث إنها حقيقة بالنسبة للشخص الذي يلاحظ وجودها، وبالتالي يهدف البحث في هذه الحالة إلى محاولة الوقوف على السبب الحقيقي وراء حدوث هذه الظاهرة وهو المشكلة الأصلية، فإن الفرض في مثل هذه النوعية من البحوث سوف يمثل عامل الربط بين كل من الظاهرة والمشكلة، حيث يمكن تعريفه هنا بأنه مجرد سبب محتمل للظاهرة موضع البحث، وأن صفة الاحتمالية المذكورة تعني أن الجهد البحثي والتحليلي سوف يؤكد مدى صحة أو عدم صحة الفرض الموضوع، وعلى ذلك يتحتم ضرورة صياغة الظاهرة موضع البحث في مرحلة سابقة لصياغة الفروض، وفي نفس الوقت تحتم منهجية البحث العلمي أن يكون هناك ارتباط واضح ومنطقي بين كل من الظاهرة موضع البحث والفروض التي يتم صياغتها، ولتدريب القارئ على الصياغة السليمة لفروض البحث نورد المثال التالي:

الظاهرة: تحقيق الشركة موضع البحث لخسائر بقيم كبيرة خلال السنوات الماضية.

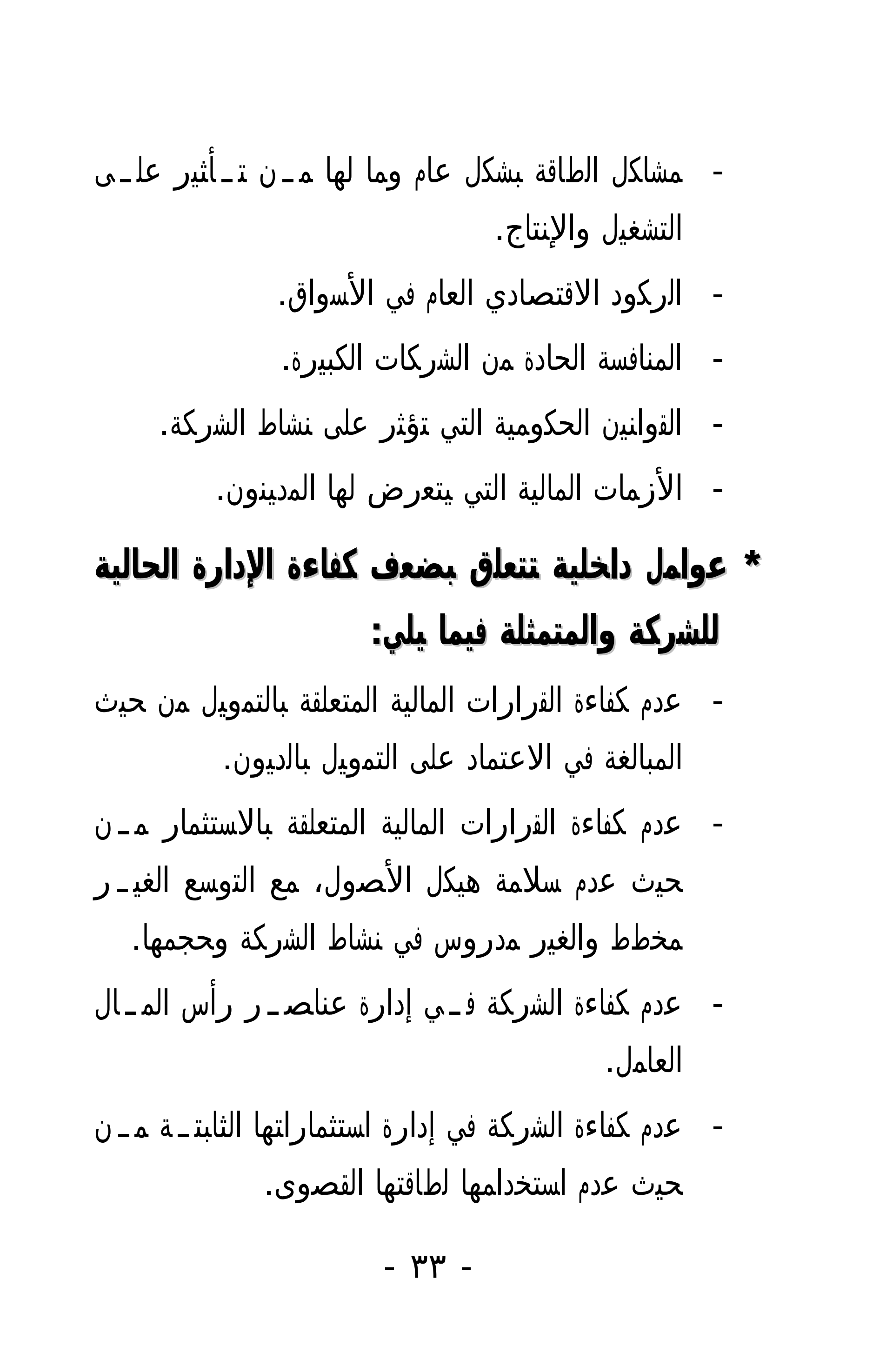
الصياغة الخاطئة للفرض: أن خسائر الشركة ترجع بشكل مؤكد إلى عوامل تخرج عن نطاق تحكم إدارتها.

ومن الواضح أن الصياغة الخاطئة في الفرض المـذكور ترجع إلى صياعته كحقيقة مؤكدة وبالتالي أصبح لا مجـال لخضوعه للبحث العلمي لإثبات مدى صحته من عدمه، فـي حين أن الصياغة السليمة لهذا الفرض تتمثل فيما يلي:

*** إن خسائر الشركة يمكن أن ترجع إلى:**

*** عوامل خارجة عن نطاق تحكم الإدارة مثل:**

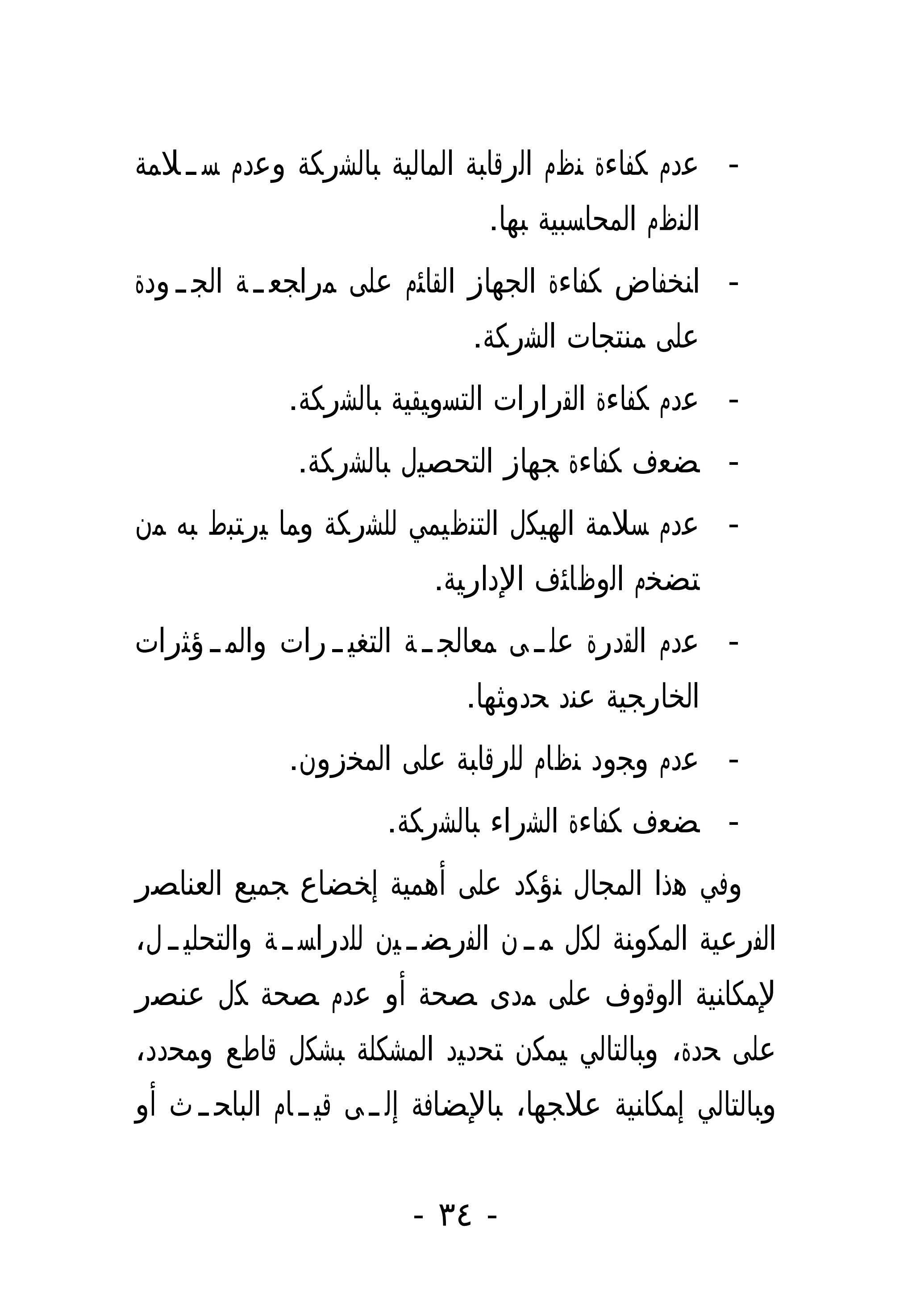
- تغير أسعار الصرف.
- زيادة أسعار المواد الخام ومستلزمات الإنتاج ونقص المعروض منها.
- التسعير الجبري لمنتجات الشركة.
- زيادة الأعباء المرتبطة بالعمالة الزائدة.
- الزيادة الكبيرة في أسعار الفائدة والعمولات البنكية.



- مشاكل الطاقة بشكل عام وما لها من تأثير على التشغيل والإنتاج.
- الركود الاقتصادي العام في الأسواق.
- المنافسة الحادة من الشركات الكبيرة.
- القوانين الحكومية التي تؤثر على نشاط الشركة.
- الأزمات المالية التي يتعرض لها المدينون.

*** عوامل داخلية تتعلق بضعف كفاءة الإدارة الحالية للشركة والمتمثلة فيما يلي:**

- عدم كفاءة القرارات المالية المتعلقة بالتمويل من حيث المبالغة في الاعتماد على التمويل بالديون.
- عدم كفاءة القرارات المالية المتعلقة بالاستثمار من حيث عدم سلامة هيكل الأصول، مع التوسع الغير مخطط والغير مدروس في نشاط الشركة وحجمها.
- عدم كفاءة الشركة في إدارة عناصر رأس المال العامل.
- عدم كفاءة الشركة في إدارة استثماراتها الثابتة من حيث عدم استخدامها لطاقتها القصوى.



- عدم كفاءة نظام الرقابة المالية بالشركة وعدم سلامة النظم المحاسبية بها.
- انخفاض كفاءة الجهاز القائم على مراجعة الجودة على منتجات الشركة.
- عدم كفاءة القرارات التسويقية بالشركة.
- ضعف كفاءة جهاز التحصيل بالشركة.
- عدم سلامة الهيكل التنظيمي للشركة وما يرتبط به من تضخم الوظائف الإدارية.
- عدم القدرة على معالجة التغيرات والمؤثرات الخارجية عند حدوثها.
- عدم وجود نظام للرقابة على المخزون.
- ضعف كفاءة الشراء بالشركة.

وفي هذا المجال نؤكد على أهمية إخضاع جميع العناصر الفرعية المكونة لكل من الفرضين للدراسة والتحليل، لإمكانية الوقوف على مدى صحة أو عدم صحة كل عنصر على حدة، وبالتالي يمكن تحديد المشكلة بشكل قاطع ومحدد، وبالتالي إمكانية علاجها، بالإضافة إلى قيام الباحث أو

المحال بتحديد الأهمية النسبية لكل عنصر من تلك العناصـر التي يثبت أن لها دورا في خسائر الشركة موضـع البحـث والتحليل، وذلك بتحديد حجم الخسائر الناتجة عن كل عنصر منها.

وهنا يجب التفرقة بين كـل مـن الفـرض Hypotheses والذي عرفناه بأنه السبب المحتمل لظاهرة ما فـي حـين أن الافتراض Assumption والذي يعني نوع من الـتحكم فـي بعض عناصر البحث ضمن صياغة معينة ترتبط بها نتـائج البحث، وأن أي تعديل في هذه الصياغة سـيؤثر فـي تلـك النتائج، ومثال ذلك ثبات مستوى الدخل، أو ثبات الأسـعار.. إلخ.

فإذا ما افترضنا أن الدراسة التحليلية قـد أكـدت صـحة الفرضين المذكورين بجميع عناصرهما الفرعية، وأن خسائر الشركة عن العام الحالي بلغت ٥ مليون جنيه فيمكن بكثيـر من الجهد التحليلي إعداد الجدول التالي:

جدول رقم (٢)

تحليل خسائر الشركة عن العام الحالي ١٩٨٩

(القيمة بالألف جنيه)

بيـــــان	جزئي	كلي
نتائج الأعمال		(٥٠٠٠)
العناصر الخارجية		
خسارة فرق تحويل العملة	٤٠٠	
خسارة أسعار المواد الخام ومستلزمات الإنتاج	٣٠٠	
خسارة التسعير الجبري	٨٠	
خسارة العمالة الزائدة	١٢٠	
خسارة زيادة أعباء الديون	٢٠	
مشاكل الطاقة المحركة	٣٠	
الركود الاقتصادي العام	٤٠	
المنافسة الحادة	٤٠	
القوانين الحكومية	٥٠	
الأزمات المالية التي يتعرض لها المدينون	٦٠	
العناصر الداخلية:	١٢٠٠	
خسائر مرتبطة بقرارات تمويلية خاطئة	٨٠٠	
خسائر مرتبطة بقرارات استثمارية خاطئة	١٢٠	
خسائر مرتبطة بضعف كفاءة إدارة ر. م العامل	٢٩٠	
خسائر مرتبطة بضعف كفاءة الاستثمارات الثابتة		
خسائر مرتبطة بضعف النظم الرقابية المالية والمحاسبية	١٤٠	
خسارة مرتبطة بمراقبة الجودة	٢٠٠	

كلي	جزئي	بيـــــان
	١٨٠	خسائر مرتبطة بعدم كفاءة القرارات التسويقية
	١٧٠	خسائر مرتبطة بضعف كفاءة جهاز التحصيل
		خسائر مرتبطة بتضخم الوظائف الإدارية
	١٤٠	خسارة مرتبطة بعدم القدرة على المعالجـة السـريعة
	١٥٠	للمشكلات
	٣٥٠	خسارة مرتبطة بضعف الرقابة على المخزون
		خسائر مرتبطة بجهاز الشراء
	٣٨٦٠	

وبنظرة سريعة على محتويات الجدول التحليلـي السـابق يتبين أن المؤثرات الداخلية بعناصـرها الفرعيـة وبشـكل إجمالي تلعب الدور الأكبر تأثيرا على نتائج أعمال الشركة، من ذلك الدور الذي تحدثه المؤثرات الخارجية.

وفي واقع الأمر يمكن لنا وصف الخسائر الناتجـة عـن المؤثرات الداخلية والتي بلغت قيمتها ٣٨٦٠ جنيـه، والتـي تتعلق بضعف كفاءة الجهاز الإداري بالشركة بأنهـا تكلفـة الوكالة Agency Cost، والتي نشـأت مـن تضـخم حجـم المشروعات، وتعدد أنشطتها، وبالتالي عدم قدرة المالـك أو الملاك على الإدارة الذاتية لمشروعاتهم وما ترتب على ذلك من إسناد مهمة الإدارة إلى طبقة من المـديرين المحتـرفين

والذين يملكون من المؤهلات العلمية والخبرات العملية القدر الذي يضفي عليهم صفة الاحتـراف الإداري، حيـث تنشـأ الوكالة المذكورة من خلال توقيع عقد بين طرفين بموجبـه يقوم المالك أو الملاك بتفويض المدير أو مجموعة المديرين بإدارة المشروع نيابة عنهم، على أن يقوم الوكيـل بتحقيـق مصالح المالك أو الملاك في مقابل حصـوله علـى الأجـر المناسب، وتظهر المشكلة حينما تتعارض مصلحة الطرفين، ويسعى كل طرف إلى تعظيم منافعه الخاصة.

ومن خلال النظرة المتعمقة لمحتويات الجـدول السـابق يمكن تقييم موقف الشركة كما يلي:

** إن هناك خسارة قدرها ١١٤٠ ألف جنيـه كنتيجـة مباشرة لعوامل خارجية، الأمر الذي يعني ضرورة تقييم تلك العوامل لتحديد مدى امتداد تأثيرها في العام القادم، حيث إن تأثيرها على المركز المالي للشركة في هذا العـام لا يعنـي بالضرورة استمرار هذا التأثير في العام القـادم، أو قـد لا تحدث التأثير بنفس الدرجة، وعلى ذلك يستلزم الأمر دراسة كل عامل منها على حـدة ودراسـة اتجاهاتـه المسـتقبلية المتوقعة، ولمزيد من التوضيح نفترض الآتي:

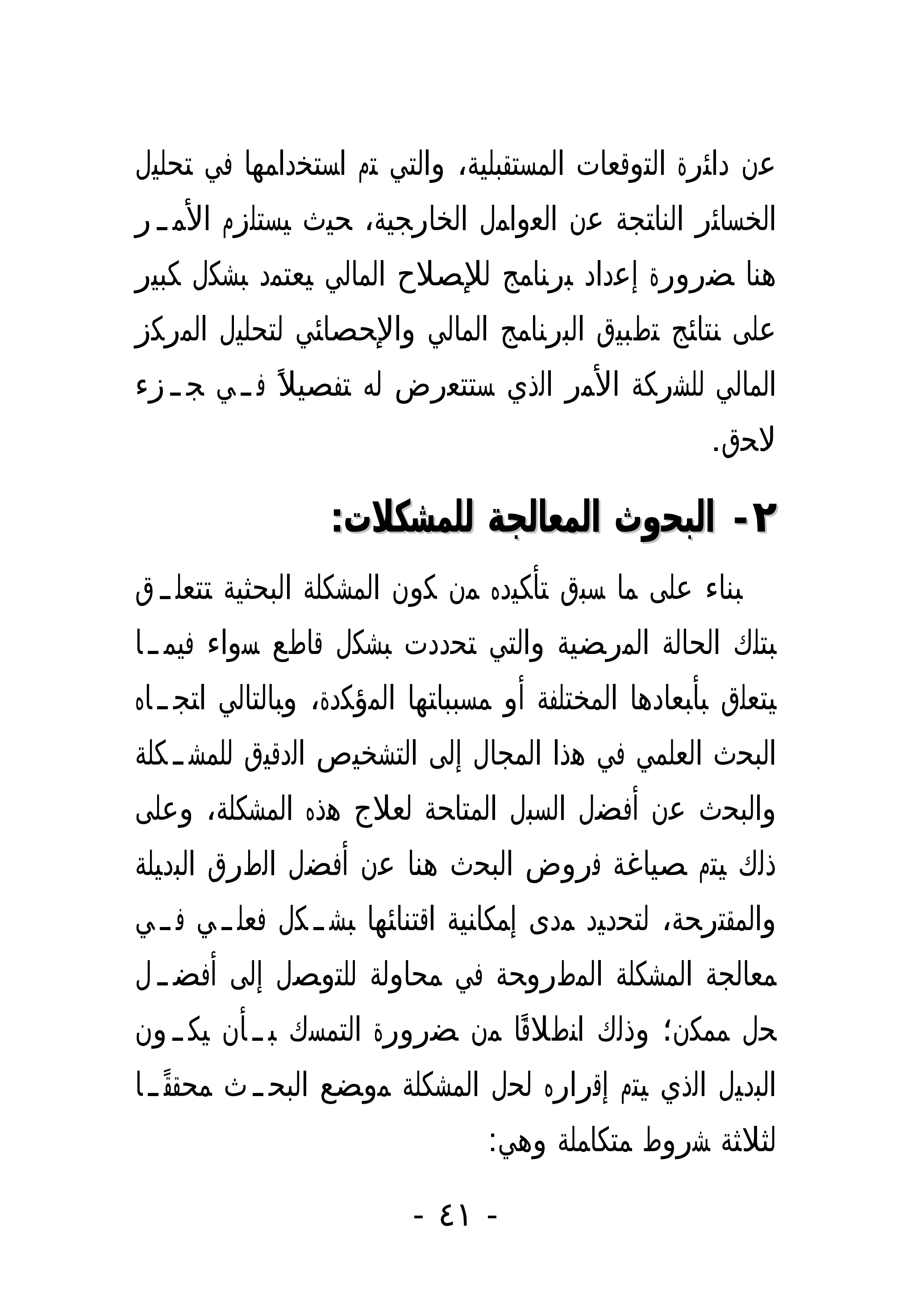
- أن خسائر تقلبات العملة لن تكون بنفس الحجـم فـي العام القادم وستنخفض بمعدل ٥٠% لكي تصل إلـى ٢٠٠ ألف جنيه بدلا من ٤٠٠ ألف جنيه.
- أن الاتجاهات المستقبلية تشير إلى اتجاه أسعار المواد الخام ومستلزمات الإنتاج نحو مزيد من التزايد بمعدل ١٠%، لتصل الخسائر المرتبطة بها إلى ٣٣٠ ألـف جنيه.
- أن الخسائر الناتجة عن القوانين الحكومية ستظل كما هي، كما أن خسائر التسعير الجبري ستظل كما هـي أيضا.
- أن هناك اتجاها متوقعا نحـو التحسـن فـي الحالـة الاقتصادية العامة؛ الأمر الذي سيخفض من خسـائر الشركة المرتبطة بها بمعدل ٥٠% ومن المنطقـي أن تنخفض أيضا خسائر الشركة المرتبطـة بالأزمـات المالية التي يتعرض لها مدينوها بنفس المعدل أيضا.
- بالنسبة لسعر الفائدة على القروض، تشير الاتجاهات المتوقعة إلى استمرار نفس المعـدل وبالتـالي فمـن

المتوقع استمرار قيمة الخسائر على ما هي عليه وكذلك بالنسبة للخسائر الناتجة عن الطاقة المحركة.

- تشير الاتجاهات المتوقعة إلى إمكانية تخفيض الخسائر الناتجة عن العمالة الزائدة وخاصة في الوظائف الإدارية بمعدل ٢٥% نتيجة لبلوغ عدد من العاملين سن المعاش.
- أيضا تشير الاتجاهات المتوقعة إلى زيادة حدة المنافسة التي تتعرض لها الشركة، الأمر الذي سيزيد من الخسائر المرتبطة بها بمعدل ٣٠%، وخاصة في ظل استمرار القيود الخاصة بالتسعير الجبري لمنتجات الشركة، ومع اتجاه أسعار المواد الخام ومستلزمات الإنتاج نحو التزايد.

وفي نهاية هذا التحليل يتبين أن هناك توقعات بأن تنخفض الخسائر الناتجة عن العوامل الخارجية خلال العام القادم من ١١٤٠ ألف جنيه إلى ٩٠٢ ألف جنيه أي معدل ٢١% وذلك بافتراض عدم معالجة الخسائر الناتجة عن العوامل الداخلية.

** أما فيما يتعلق بالخسائر الناتجة عن العوامل الداخلية والتي بلغت قيمتها ٣٨٦٠ ألف جنيه، فإن الأمر هنا يخرج



عن دائرة التوقعات المستقبلية، والتي تم استخدامها في تحليل الخسائر الناتجة عن العوامل الخارجية، حيث يستلزم الأمر هنا ضرورة إعداد برنامج للإصلاح المالي يعتمد بشكل كبير على نتائج تطبيق البرنامج المالي والإحصائي لتحليل المركز المالي للشركة الأمر الذي ستتعرض له تفصيلاً في جزء لاحق.

٢- البحوث المعالجة للمشكلات:

بناء على ما سبق تأكيده من كون المشكلة البحثية تتعلق بتلك الحالة المرضية والتي تحددت بشكل قاطع سواء فيما يتعلق بأبعادها المختلفة أو مسبباتها المؤكدة، وبالتالي اتجاه البحث العلمي في هذا المجال إلى التشخيص الدقيق للمشكلة والبحث عن أفضل السبل المتاحة لعلاج هذه المشكلة، وعلى ذلك يتم صياغة فروض البحث هنا عن أفضل الطرق البديلة والمقترحة، لتحديد مدى إمكانية اقتنائها بشكل فعلي في معالجة المشكلة المطروحة في محاولة للتوصل إلى أفضل حل ممكن؛ وذلك انطلاقًا من ضرورة التمسك بأن يكون البديل الذي يتم إقراره لحل المشكلة موضع البحث محققًا لثلاثة شروط متكاملة وهي:

١/٢ أن يكون البديل المقترح قابلاً للتطبيق العملي.

٢/٢ أن يكون البديل المقترح قادرا على معالجة المشكلة موضع البحث بكامل أبعادها.

٣/٢ أن يكون العائد المتوقع من تنفيذ البـديل المقتـرح عمليا أكبر من تكلفة تنفيذه.

واعتمادا على ما سبق عرضه من توصيفنا لحالة الفشـل المالي الحقيقي للمشروعات على أنها المشكلة الأساسية التي يرتبط كل مشروع منذ نشأته باحتمال حدوثها.

والسؤال الآن يتعلق بكيفية التعامل مع حالة الفشل المالي بمنهجية البحث العلمي؟

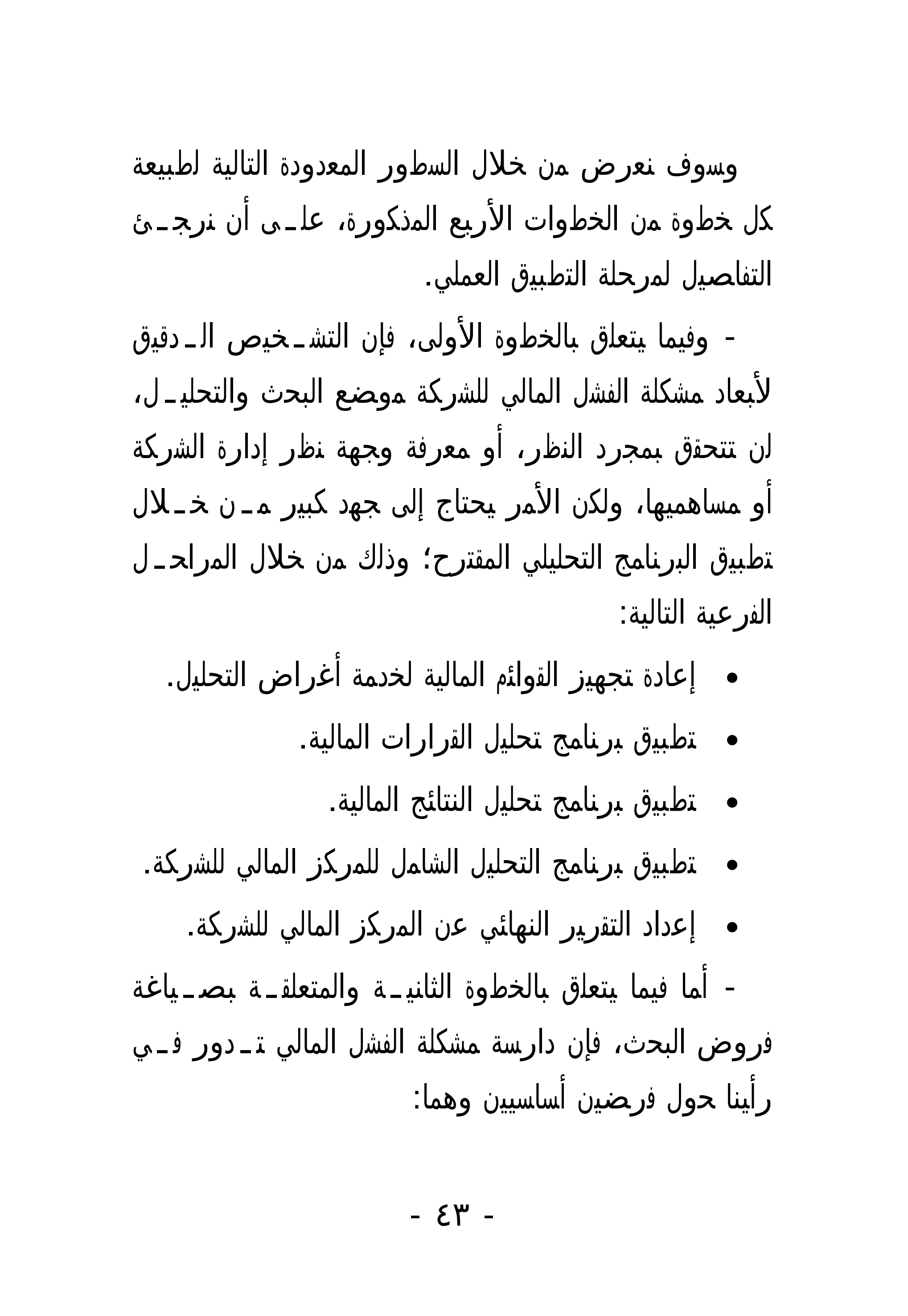
والواقع أن الإجابة على هذا السؤال تنحصر في ضرورة اتباع ما يلي:

الخطوة الأولى: التشخيص الدقيق لأبعاد مشـكلة الفشـل المالي.

الخطوة الثانية: صياغة فروض المشكلة.

الخطوة الثالثة: اختباره فروض المشكلة.

الخطوة الرابعة: إقرار البديل المناسب لعلاج المشكلة.

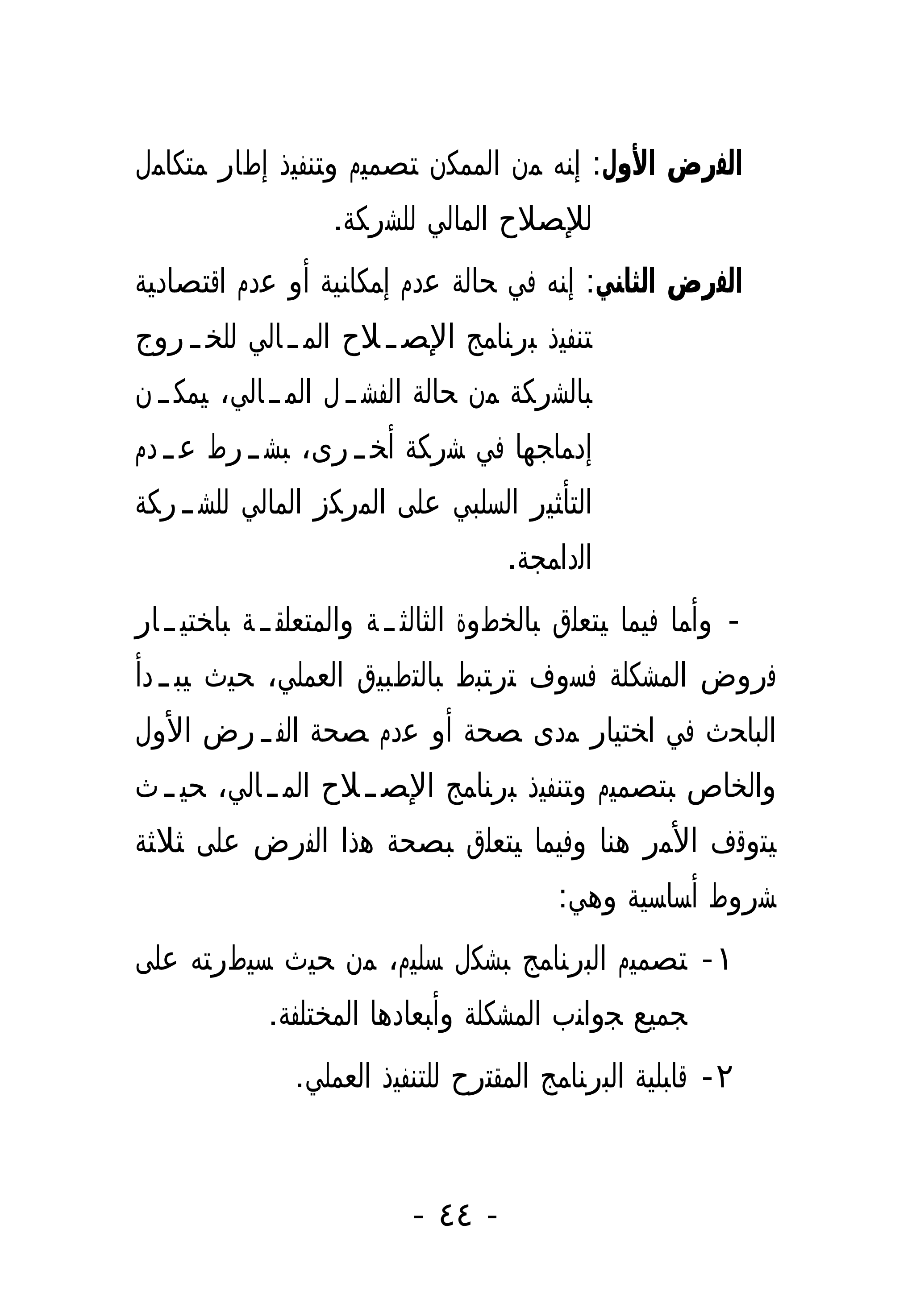


وسوف نعرض من خلال السطور المعدودة التالية لطبيعة كل خطوة من الخطوات الأربع المذكورة، علـى أن نرجـئ التفاصيل لمرحلة التطبيق العملي.

- وفيما يتعلق بالخطوة الأولى، فإن التشـخيص الـدقيق لأبعاد مشكلة الفشل المالي للشركة موضع البحث والتحليـل، لن تتحقق بمجرد النظر، أو معرفة وجهة نظر إدارة الشركة أو مساهميها، ولكن الأمر يحتاج إلى جهد كبير مـن خـلال تطبيق البرنامج التحليلي المقترح؛ وذلك من خلال المراحـل الفرعية التالية:

- إعادة تجهيز القوائم المالية لخدمة أغراض التحليل.
- تطبيق برنامج تحليل القرارات المالية.
- تطبيق برنامج تحليل النتائج المالية.
- تطبيق برنامج التحليل الشامل للمركز المالي للشركة.
- إعداد التقرير النهائي عن المركز المالي للشركة.

- أما فيما يتعلق بالخطوة الثانيـة والمتعلقـة بصـياغة فروض البحث، فإن دارسة مشكلة الفشل المالي تـدور فـي رأينا حول فرضين أساسيين وهما:



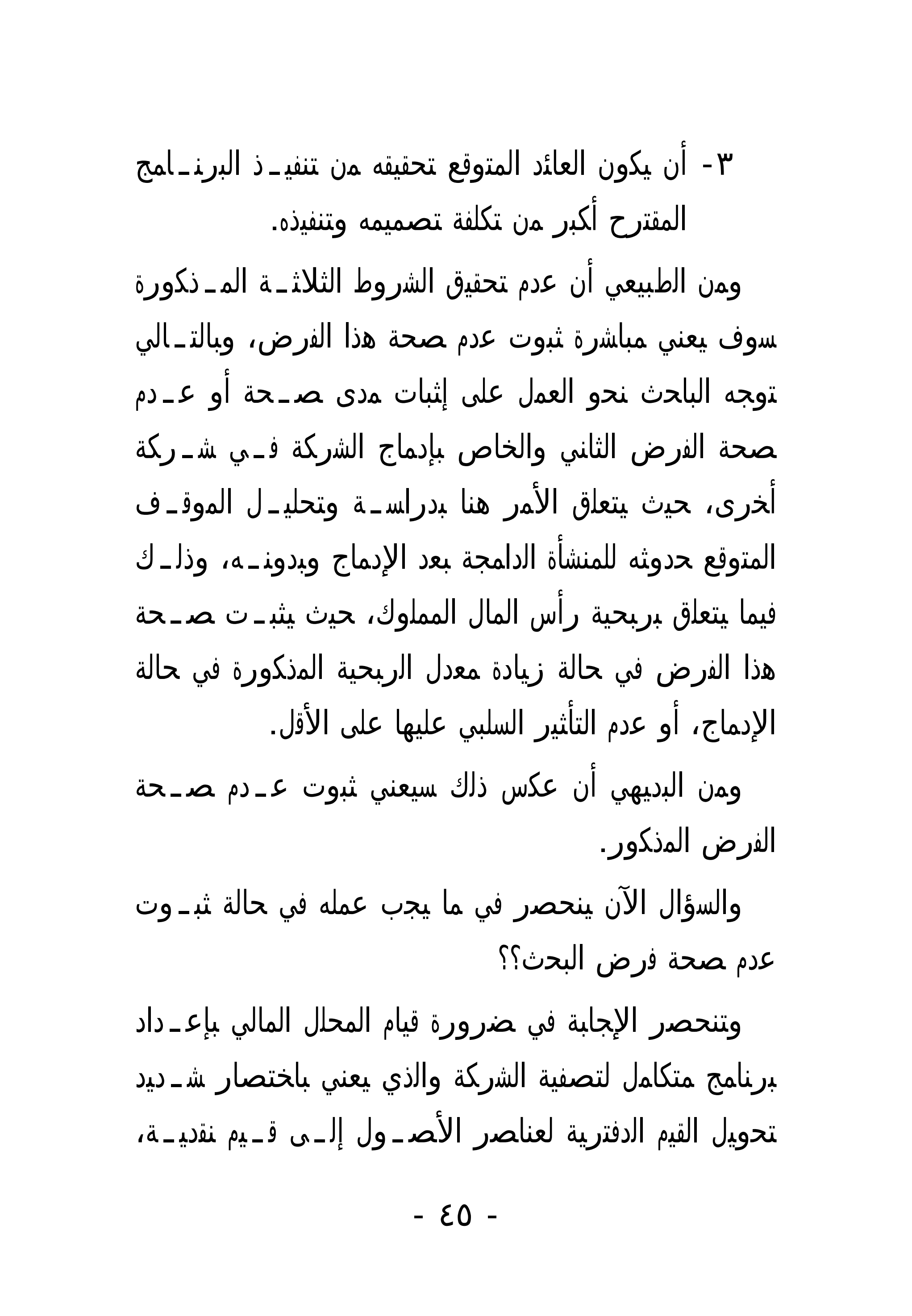
الفرض الأول: إنه من الممكن تصميم وتنفيذ إطار متكامل للإصلاح المالي للشركة.

الفرض الثاني: إنه في حالة عدم إمكانية أو عدم اقتصادية تنفيذ برنامج الإصلاح المالي للخروج بالشركة من حالة الفشل المالي، يمكن إدماجها في شركة أخرى، بشرط عدم التأثير السلبي على المركز المالي للشركة الدامجة.

- وأما فيما يتعلق بالخطوة الثالثة والمتعلقة باختيار فروض المشكلة فسوف ترتبط بالتطبيق العملي، حيث يبدأ الباحث في اختيار مدى صحة أو عدم صحة الفرض الأول والخاص بتصميم وتنفيذ برنامج الإصلاح المالي، حيث يتوقف الأمر هنا وفيما يتعلق بصحة هذا الفرض على ثلاثة شروط أساسية وهي:

١- تصميم البرنامج بشكل سليم، من حيث سيطرته على جميع جوانب المشكلة وأبعادها المختلفة.

٢- قابلية البرنامج المقترح للتنفيذ العملي.



٣- أن يكون العائد المتوقع تحقيقه من تنفيذ البرنامج المقترح أكبر من تكلفة تصميمه وتنفيذه.

ومن الطبيعي أن عدم تحقيق الشروط الثلاثة المذكورة سوف يعني مباشرة ثبوت عدم صحة هذا الفرض، وبالتالي توجه الباحث نحو العمل على إثبات مدى صحة أو عدم صحة الفرض الثاني والخاص بإدماج الشركة في شركة أخرى، حيث يتعلق الأمر هنا بدراسة وتحليل الموقف المتوقع حدوثه للمنشأة الدامجة بعد الإدماج وبدونه، وذلك فيما يتعلق بربحية رأس المال المملوك، حيث يثبت صحة هذا الفرض في حالة زيادة معدل الربحية المذكورة في حالة الإدماج، أو عدم التأثير السلبي عليها على الأقل.

ومن البديهي أن عكس ذلك سيعني ثبوت عدم صحة الفرض المذكور.

والسؤال الآن ينحصر في ما يجب عمله في حالة ثبوت عدم صحة فرض البحث؟؟

وتنحصر الإجابة في ضرورة قيام المحلل المالي بإعداد برنامج متكامل لتصفية الشركة والذي يعني باختصار شديد تحويل القيم الدفترية لعناصر الأصول إلى قيم نقدية،

واستخدامها في سداد قيم عناصر الخصوم رأس المال، مع التحديد الدقيق للموقف النهائي لهذه العناصر بالنسبة للسداد.

- وأخيرا وفيما يتعلق بالخطوة الرابعة والأخيرة السابق ذكرها، فمن الضروري أن ينحصر القرار في اختيار ذلك البديل الذي يتصف بإمكانية التنفيذ، مع اقتصادية التنفيذ والذي يعني ضرورة تعظيم استفادة المساهمين.

وفي هذا المجال نؤكد على أهمية تميز التقرير بالشمولية؛ بمعنى احتوائه على جميع البدائل المتاحة للاختيار.

الفصل الثاني

الإطار التطبيقي لتشخيص أبعاد مشكلة الفشل المالي

أولاً: مضمون الفكر المالي المعاصر.

ثانيا: الإطار الفكري لإعادة تجهيز القوائم المالية لخدمة أغـراض التحليل.

ثالثًا: تحليل القرارات المالية.

رابعا: تحليل النتائج المالية.

خامسا: التحليل الشامل للقرارات والنتائج المالية.

سادسا: إعداد التقرير النهائي.

أولاً

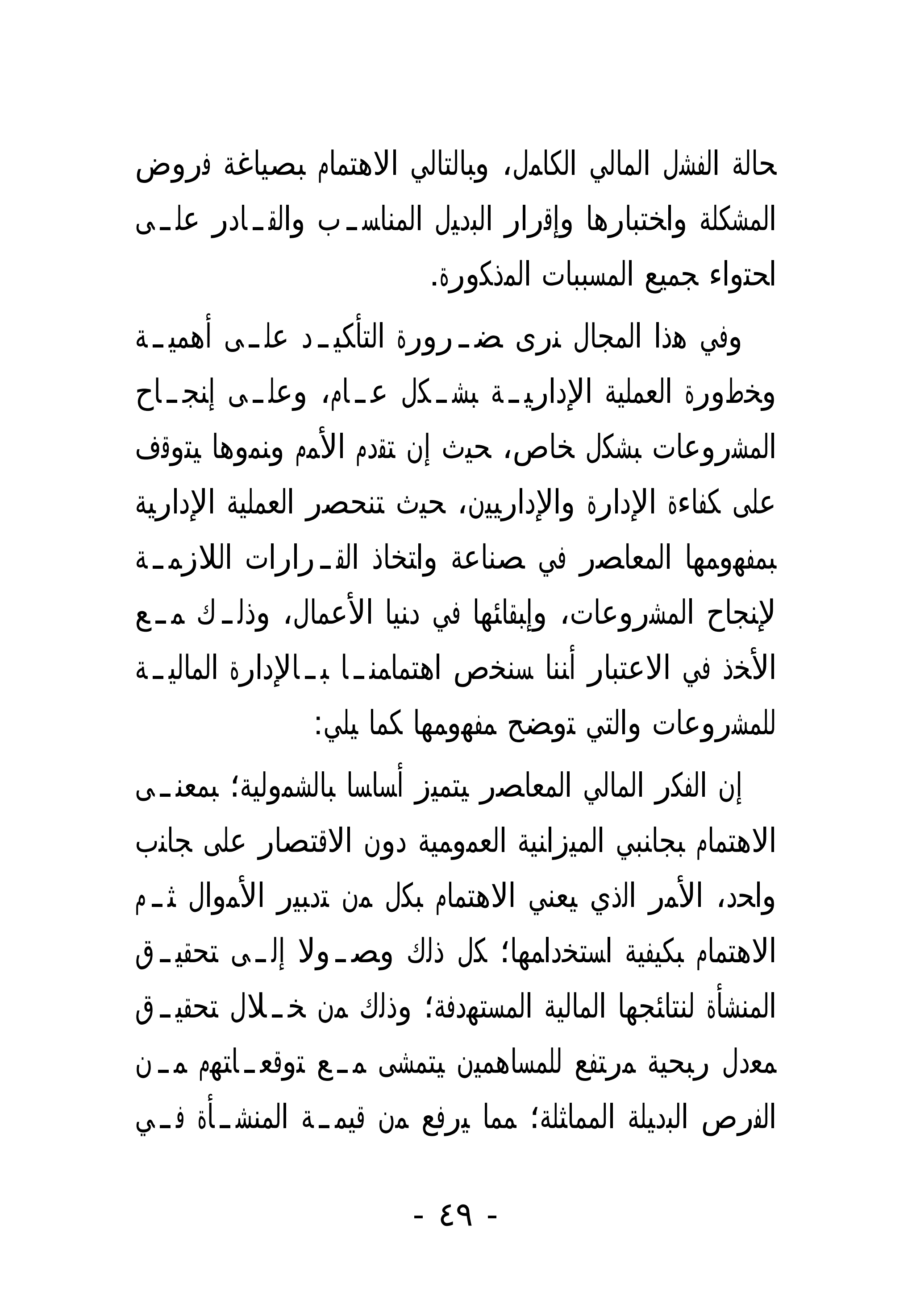
مضمون الفكر المالي المعاصر (١)

اعتمادا على ما سبق إيضاحه بشأن الخطـوات الأربـع المكونة لمنهجية البحـث العلمـي لحالـة الفشـل المـالي للمشروعات يتبين أننا الآن في مجال العـرض التفصـيلي والتطبيقي للخطوة الأولى من الخطوات الأربعة المـذكورة، والتي تهدف إلى التشخيص الدقيق لمشـكلة الفشـل المـالي للشركة موضع التطبيق، وتحديد أبعادها المختلفة، وذلك من خلال تطبيق برنامجنا التحليلي على القوائم المالية للشـركة المفترضة.

وقبل أن نعرض للحالة العملية والتـي سـتطبق عليهـا البرنامج المذكور نؤكد على اهتمامنا بكـل مـن العوامـل الداخلية والخارجية كمسببات مباشرة لوصول الشركة إلـى

---

(1) دكتور نبيـل عبـد السـلام شـاكر، **الإدارة الفعالـة للأمـوال والمشروعات، منهج تحليلي – منهج اتخاذ قرارات** (القاهرة: دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ١٩٨٩) ص١٧.



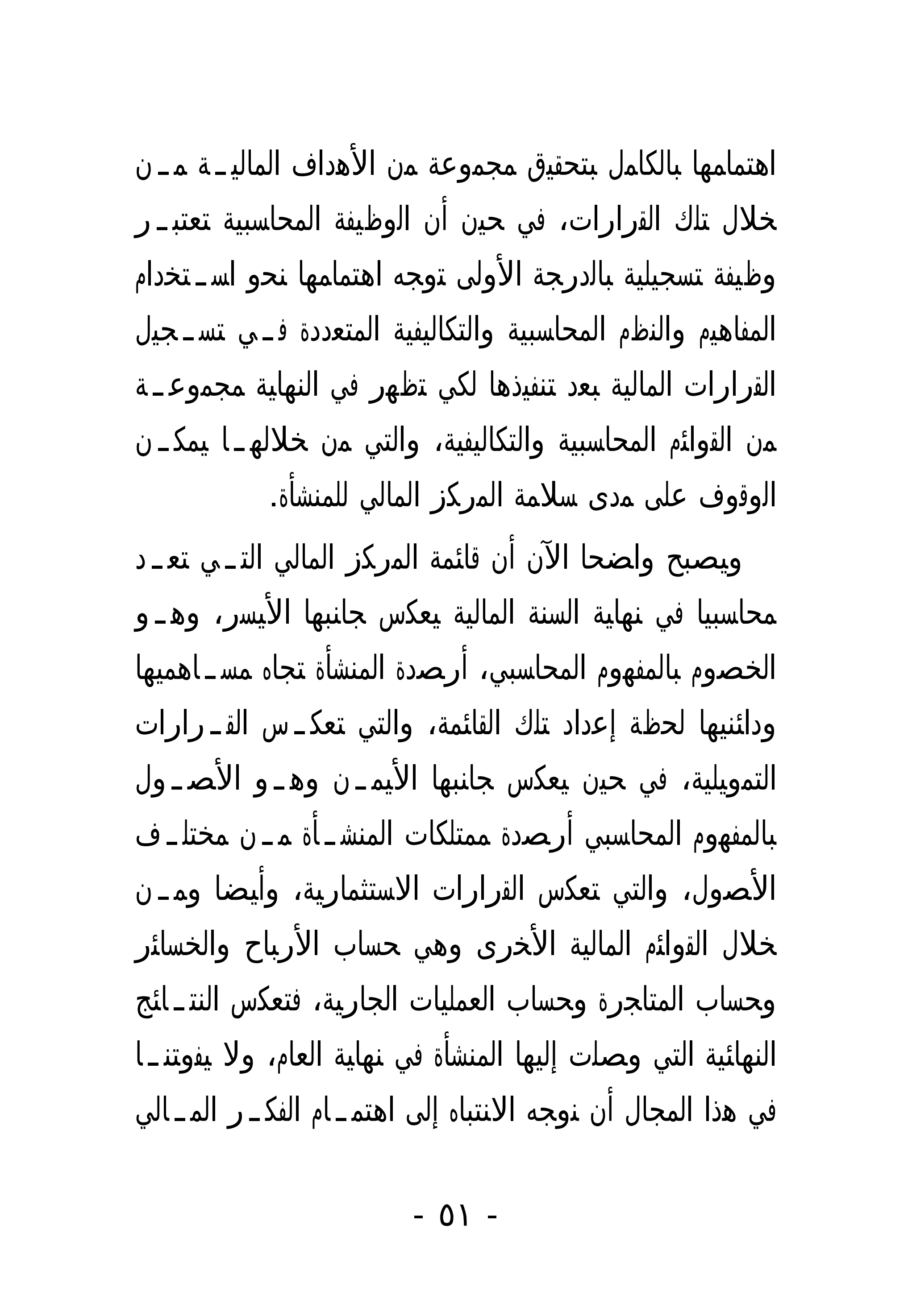
حالة الفشل المالي الكامل، وبالتالي الاهتمام بصياغة فروض المشكلة واختبارها وإقرار البديل المناسب والقادر على احتواء جميع المسببات المذكورة.

وفي هذا المجال نرى ضرورة التأكيد على أهمية وخطورة العملية الإدارية بشكل عام، وعلى إنجاح المشروعات بشكل خاص، حيث إن تقدم الأمم ونموها يتوقف على كفاءة الإدارة والإداريين، حيث تنحصر العملية الإدارية بمفهومها المعاصر في صناعة واتخاذ القرارات اللازمة لإنجاح المشروعات، وإبقائها في دنيا الأعمال، وذلك مع الأخذ في الاعتبار أننا سنخص اهتمامنا بالإدارة المالية للمشروعات والتي نوضح مفهومها كما يلي:

إن الفكر المالي المعاصر يتميز أساسا بالشمولية؛ بمعنى الاهتمام بجانبي الميزانية العمومية دون الاقتصار على جانب واحد، الأمر الذي يعني الاهتمام بكل من تدبير الأموال ثم الاهتمام بكيفية استخدامها؛ كل ذلك وصولا إلى تحقيق المنشأة لنتائجها المالية المستهدفة؛ وذلك من خلال تحقيق معدل ربحية مرتفع للمساهمين يتمشى مع توقعاتهم من الفرص البديلة المماثلة؛ مما يرفع من قيمة المنشأة في

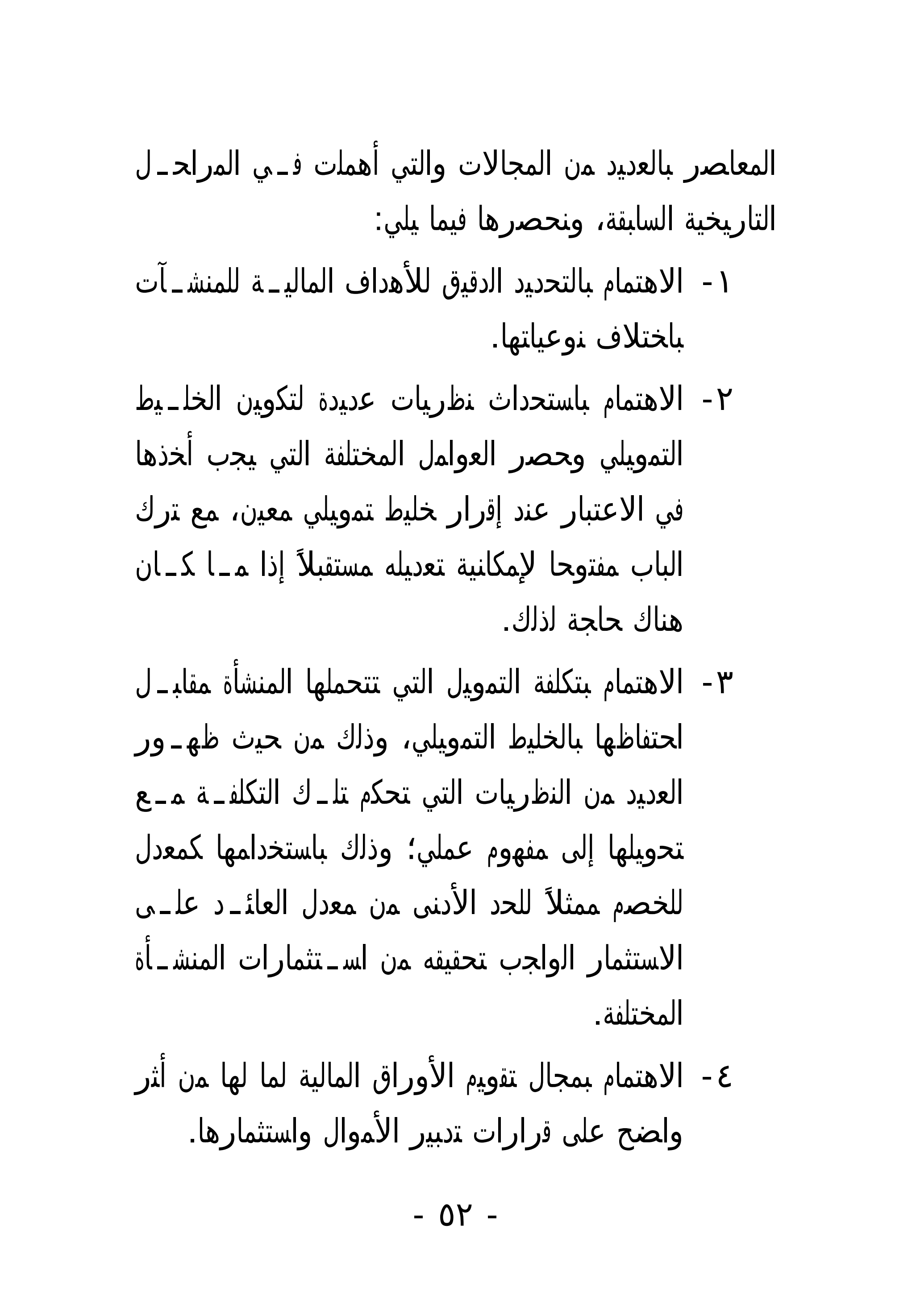
نظرهم؛ الأمر الذي يجعل من الحصول على مصادر تمويل مملوكة إضافية سواء بطرح أسهم جديدة أو احتجاز أرباح أمرا ميسورا، هذا بالإضافة إلى توفير السيولة المناسبة مما يضمن للمنشأة البقاء في ميدان الأعمال دون حرج مالي ودون الوصول إلى مرحلة الفشل المالي، هذا بالإضافة إلى تدعيم الموقف الائتماني للمنشأة من خلال إمكانية الحصول على مصادر استدانية إضافية عند الحاجة إلى ذلك، مع تزايد العناية بمتابعة الموقف المالي للمنشأة بصفة مستمرة لمحاصرة أي خلل تحدده تلك المتابعة.

والواقع إن الفكر المالي المعاصر يدور حول نقطة ارتكاز جوهرية، والتي تتمثل في عملية صناعة القرارات المالية الرشيدة، والتي ينعكس أثرها المباشر في تحقيق كل ما سبق ذكره فيما يتعلق بتفصيلات النتائج المالية، حيث إن القرارات المالية المذكورة تتعلق بكل من التمويل والاستثمار، ومن هنا يمكن التأكيد على الاختلاف الجوهري بين كل من الوظيفة المالية والوظيفة المحاسبية، حيث من الواضح أن الوظيفة المالية والتي تتعامل مع المستقبل من خلال عملية اتخاذ القرارات المالية المدروسة لكل من التمويل والاستثمار مع



اهتمامها بالكامل بتحقيق مجموعة من الأهداف المالية من خلال تلك القرارات، في حين أن الوظيفة المحاسبية تعتبر وظيفة تسجيلية بالدرجة الأولى توجه اهتمامها نحو استخدام المفاهيم والنظم المحاسبية والتكاليفية المتعددة في تسجيل القرارات المالية بعد تنفيذها لكي تظهر في النهاية مجموعة من القوائم المحاسبية والتكاليفية، والتي من خلالها يمكن الوقوف على مدى سلامة المركز المالي للمنشأة.

ويصبح واضحا الآن أن قائمة المركز المالي التي تعد محاسبيا في نهاية السنة المالية يعكس جانبها الأيسر، وهو الخصوم بالمفهوم المحاسبي، أرصدة المنشأة تجاه مساهميها ودائنيها لحظة إعداد تلك القائمة، والتي تعكس القرارات التمويلية، في حين يعكس جانبها الأيمن وهو الأصول بالمفهوم المحاسبي أرصدة ممتلكات المنشأة من مختلف الأصول، والتي تعكس القرارات الاستثمارية، وأيضا ومن خلال القوائم المالية الأخرى وهي حساب الأرباح والخسائر وحساب المتاجرة وحساب العمليات الجارية، فتعكس النتائج النهائية التي وصلت إليها المنشأة في نهاية العام، ولا يفوتنا في هذا المجال أن نوجه الانتباه إلى اهتمام الفكر المالي



المعاصر بالعديد من المجالات والتي أهملت في المراحل التاريخية السابقة، ونحصرها فيما يلي:

١- الاهتمام بالتحديد الدقيق للأهداف المالية للمنشآت باختلاف نوعياتها.

٢- الاهتمام باستحداث نظريات عديدة لتكوين الخليط التمويلي وحصر العوامل المختلفة التي يجب أخذها في الاعتبار عند إقرار خليط تمويلي معين، مع ترك الباب مفتوحا لإمكانية تعديله مستقبلاً إذا ما كان هناك حاجة لذلك.

٣- الاهتمام بتكلفة التمويل التي تتحملها المنشأة مقابل احتفاظها بالخليط التمويلي، وذلك من حيث ظهور العديد من النظريات التي تحكم تلك التكلفة مع تحويلها إلى مفهوم عملي؛ وذلك باستخدامها كمعدل للخصم ممثلاً للحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه من استثمارات المنشأة المختلفة.

٤- الاهتمام بمجال تقويم الأوراق المالية لما لها من أثر واضح على قرارات تدبير الأموال واستثمارها.

٥- الاهتمام باستحداث أساليب جديدة للتحليـل المـالي وتعدد استخداماته العملية.

ومن الواضح [١] الآن أن تركيز الفكر المالي المعاصـر يتجه نحو عملية اتخاذ القرارات أو التوصية باتخـاذ قـرار، حيث إن الطبيعة المميزة لنشاط المدير المالي هي أن الجزء الفكري فيه أكبر بالضرورة من الجزء الإجرائي، وإذا كـان الأمر عكس ذلك بزيادة الجزء الإجرائي عن الجزء الفكري، فإن الأمر هنا سيتعلق بنشاط مدير الحسابات وليس المـدير المالي، حيث إن المدير المالي الذي يغلب على نشاطه الجزء التسجيلي والرقابي لا يصبح مـديرا ماليـا، وإنمـا مـديرا للحسابات أو مراقب مالي على أحسن تقدير.

إن الواقع العملي في مصر قد أكد أنه ليس هناك وظيفـة للمدير المالي بالمعنى المذكور هنا، وخاصـة فيمـا يتعلـق بشركات القطاع العام، حيث تمارس هـذه الوظيفـة بشـكل

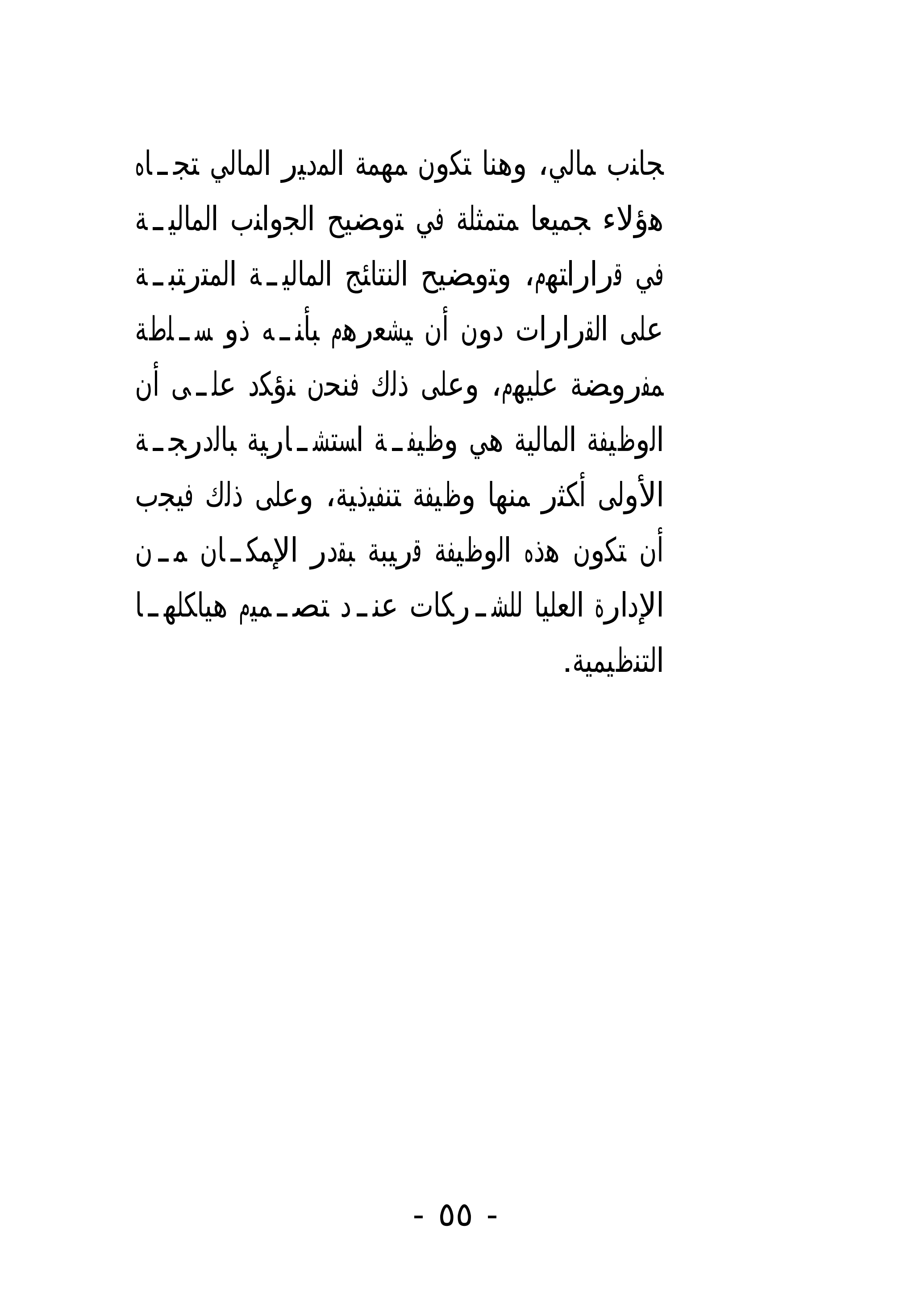
---

(1) د. سيد الهواري **الإدارة المالية، منهج اتخاذ القرارات،** (القـاهرة مكتبة عين شمس، ١٩٧٥) ص١٠.

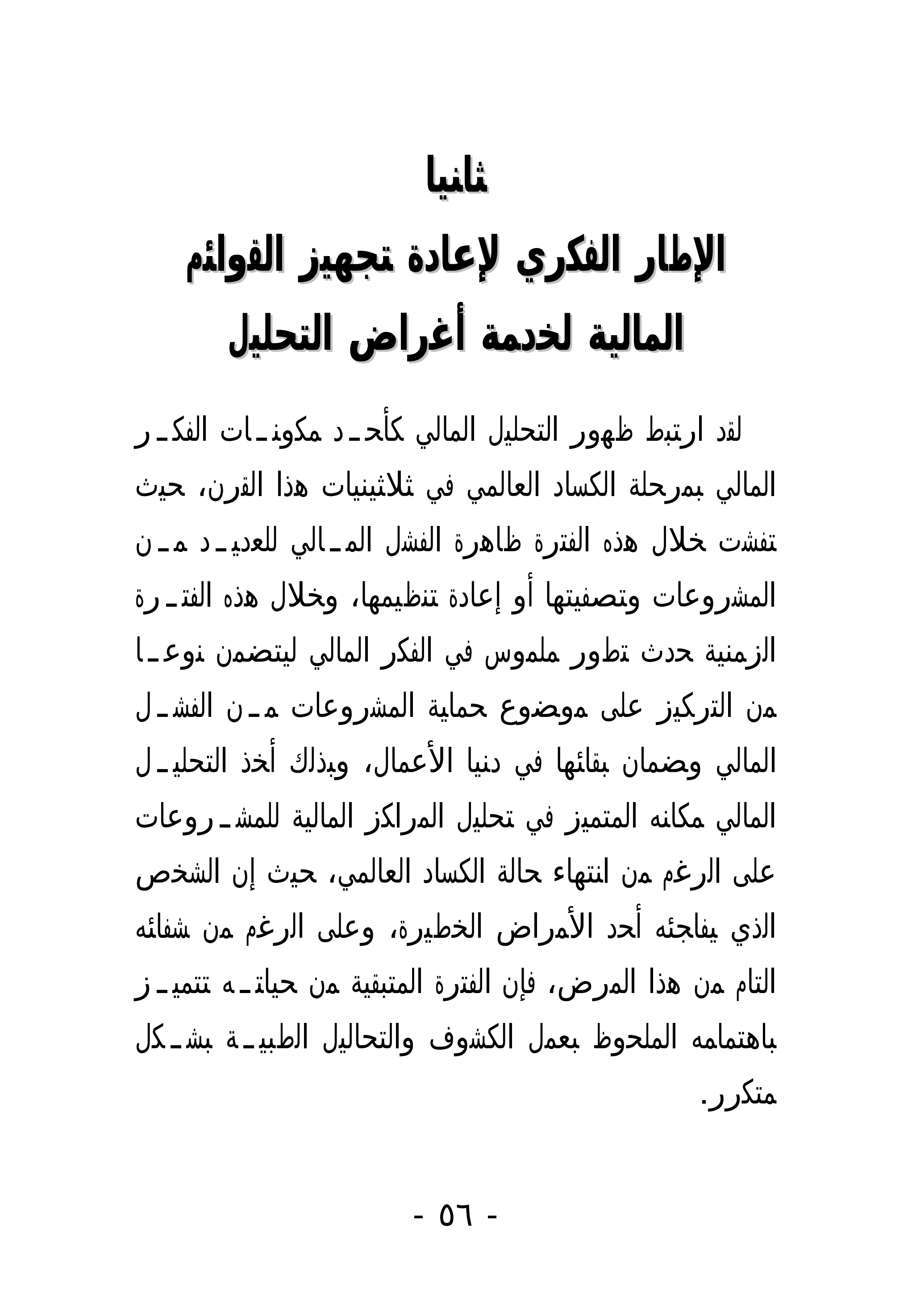
إجرائي ورقابي بالدرجة الأولى، ويرجع ذلك مـن وجهـة نظرنا إلى عاملين أساسيين:

أولهما: الطبيعة العامة المميزة لـنمط الإدارة فـي هـذه الشركات، والتي يغلب عليها الطابع السـيادي، أو التوجيهات العليا، الأمر الذي يحـد مـن حريـة الإدارة بصفة عامة والإدارة المالية بصفة خاصة فيما يتعلق بعملية صناعة القـرارات الماليـة أو التوصية باتخاذها.

ثانيهما: يتعلق بعدم قدرة شاغلي الوظائف المالية علـى ممارسة وظائفهم بطريقة علمية سليمة، نظرا لعدم تعودهم على ذلك، الأمر الذي يستوجب ضـرورة التصدي لنشر الفكر المـالي وكيفيـة ممارسـته، وتوضيح النتائج الإيجابية المترتبة على ذلك، مـع التأكيد على أن الوظيفة المالية ليسـت مقصـورة على المديرين الماليين فقط، فكل قـرارات الإدارة العليا لها جانبها المالي، وأيضا الإدارات الفرعيـة الأخرى، مثل إدارات الإنتاج والأفراد والتسـويق والمشتريات والمخازن، لها جميعا قـرارات ذات



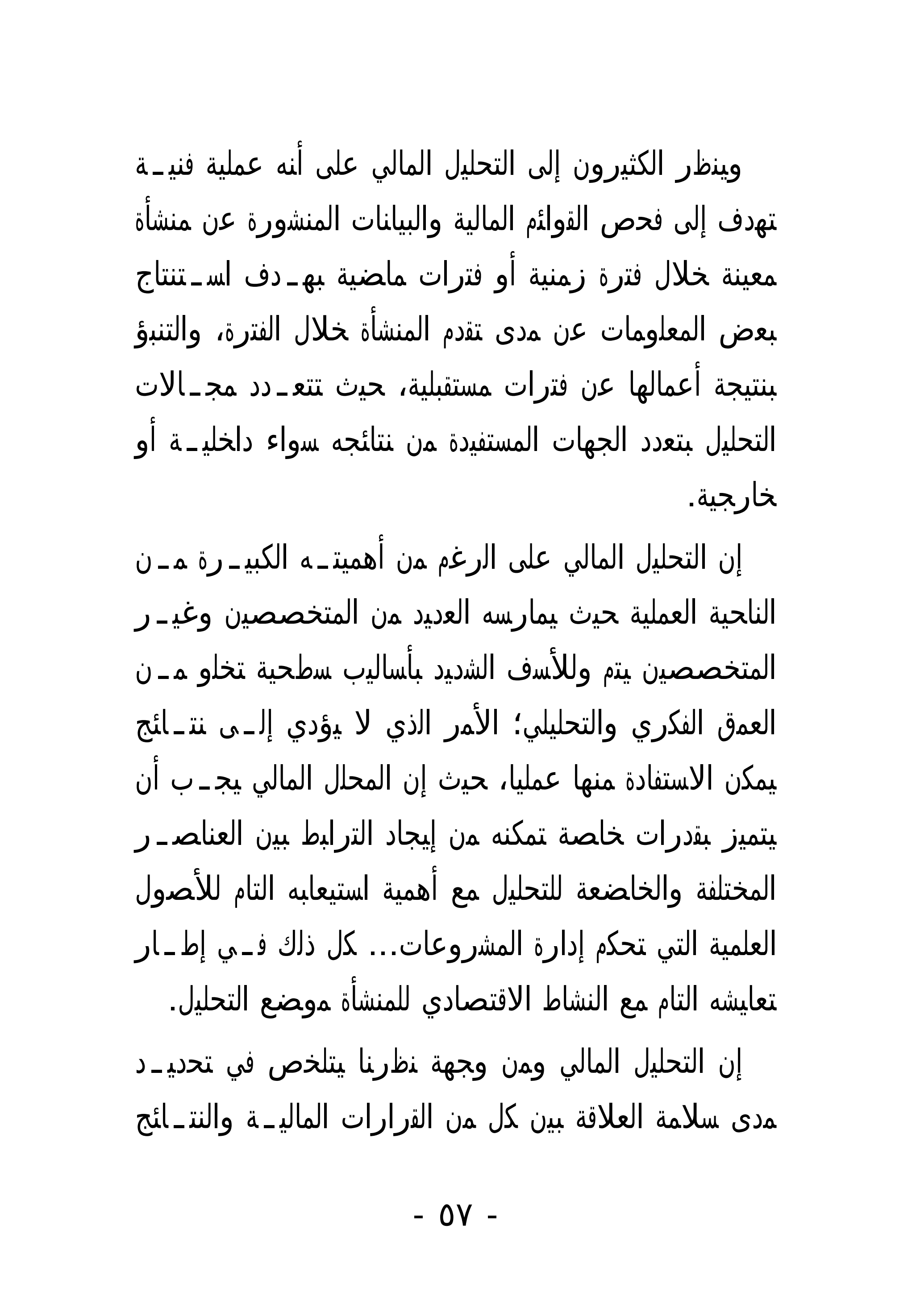
جانب مالي، وهنا تكون مهمة المدير المالي تجاه هؤلاء جميعا متمثلة في توضيح الجوانب المالية في قراراتهم، وتوضيح النتائج المالية المترتبة على القرارات دون أن يشعرهم بأنه ذو سلطة مفروضة عليهم، وعلى ذلك فنحن نؤكد على أن الوظيفة المالية هي وظيفة استشارية بالدرجة الأولى أكثر منها وظيفة تنفيذية، وعلى ذلك فيجب أن تكون هذه الوظيفة قريبة بقدر الإمكان من الإدارة العليا للشركات عند تصميم هياكلها التنظيمية.



ثانيا

الإطار الفكري لإعادة تجهيز القوائم المالية لخدمة أغراض التحليل

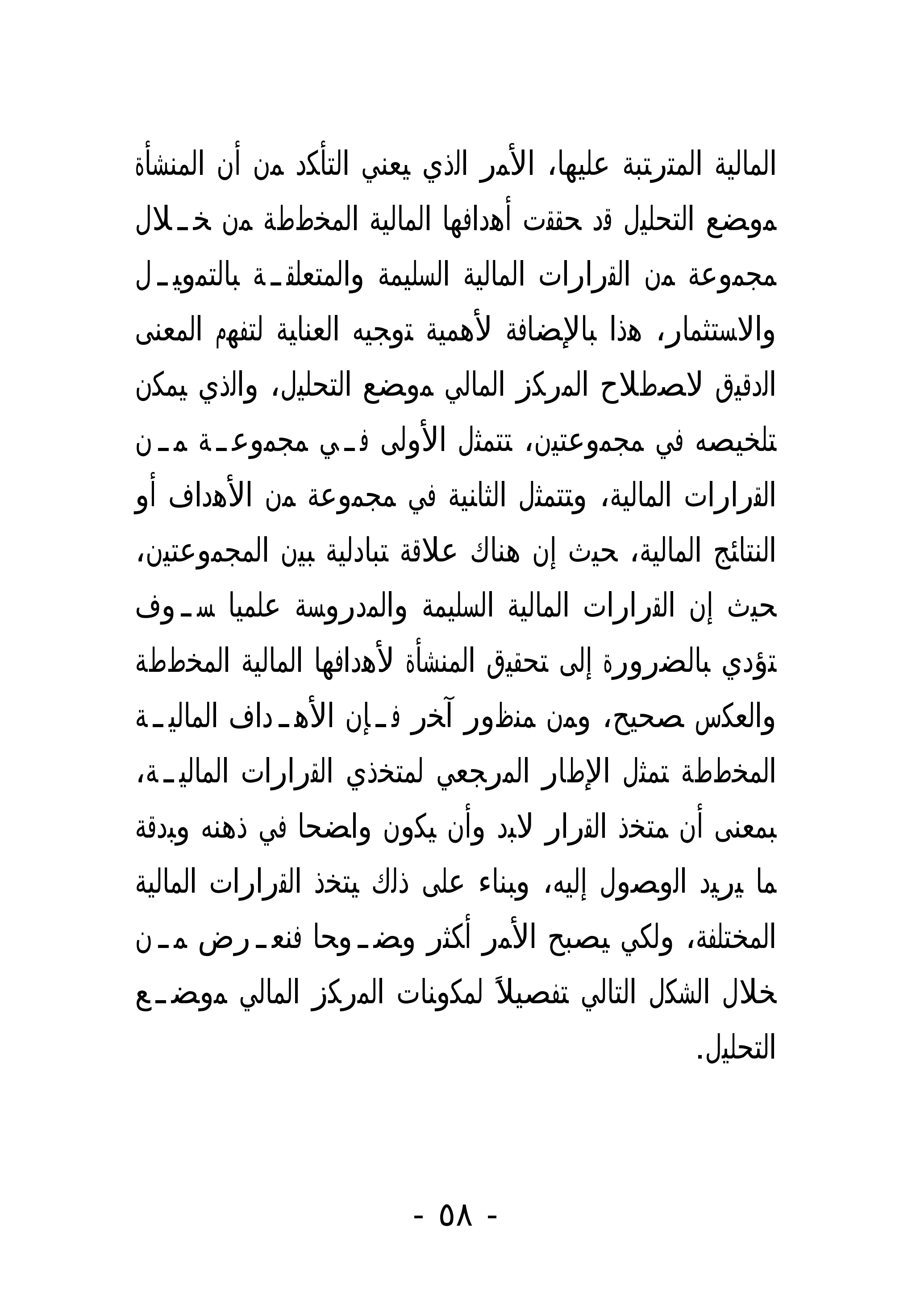
لقد ارتبط ظهور التحليل المالي كأحد مكونات الفكر المالي بمرحلة الكساد العالمي في ثلاثينيات هذا القرن، حيث تفشت خلال هذه الفترة ظاهرة الفشل المالي للعديد من المشروعات وتصفيتها أو إعادة تنظيمها، وخلال هذه الفترة الزمنية حدث تطور ملموس في الفكر المالي ليتضمن نوعا من التركيز على موضوع حماية المشروعات من الفشل المالي وضمان بقائها في دنيا الأعمال، وبذلك أخذ التحليل المالي مكانه المتميز في تحليل المراكز المالية للمشروعات على الرغم من انتهاء حالة الكساد العالمي، حيث إن الشخص الذي يفاجئه أحد الأمراض الخطيرة، وعلى الرغم من شفائه التام من هذا المرض، فإن الفترة المتبقية من حياته تتميز باهتمامه الملحوظ بعمل الكشوف والتحاليل الطبية بشكل متكرر.



وينظر الكثيرون إلى التحليل المالي على أنه عملية فنية تهدف إلى فحص القوائم المالية والبيانات المنشورة عن منشأة معينة خلال فترة زمنية أو فترات ماضية بهدف استنتاج بعض المعلومات عن مدى تقدم المنشأة خلال الفترة، والتنبؤ بنتيجة أعمالها عن فترات مستقبلية، حيث تتعدد مجالات التحليل بتعدد الجهات المستفيدة من نتائجه سواء داخلية أو خارجية.

إن التحليل المالي على الرغم من أهميته الكبيرة من الناحية العملية حيث يمارسه العديد من المتخصصين وغير المتخصصين يتم وللأسف الشديد بأساليب سطحية تخلو من العمق الفكري والتحليلي؛ الأمر الذي لا يؤدي إلى نتائج يمكن الاستفادة منها عمليا، حيث إن المحلل المالي يجب أن يتميز بقدرات خاصة تمكنه من إيجاد الترابط بين العناصر المختلفة والخاضعة للتحليل مع أهمية استيعابه التام للأصول العلمية التي تحكم إدارة المشروعات... كل ذلك في إطار تعايشه التام مع النشاط الاقتصادي للمنشأة موضع التحليل.

إن التحليل المالي ومن وجهة نظرنا يتلخص في تحديد مدى سلامة العلاقة بين كل من القرارات المالية والنتائج



المالية المترتبة عليها، الأمر الذي يعني التأكد من أن المنشأة موضع التحليل قد حققت أهدافها المالية المخططة من خلال مجموعة من القرارات المالية السليمة والمتعلقة بالتمويل والاستثمار، هذا بالإضافة لأهمية توجيه العناية لتفهم المعنى الدقيق لاصطلاح المركز المالي موضع التحليل، والذي يمكن تلخيصه في مجموعتين، تتمثل الأولى في مجموعة من القرارات المالية، وتتمثل الثانية في مجموعة من الأهداف أو النتائج المالية، حيث إن هناك علاقة تبادلية بين المجموعتين، حيث إن القرارات المالية السليمة والمدروسة علميا سوف تؤدي بالضرورة إلى تحقيق المنشأة لأهدافها المالية المخططة والعكس صحيح، ومن منظور آخر فإن الأهداف المالية المخططة تمثل الإطار المرجعي لمتخذي القرارات المالية، بمعنى أن متخذ القرار لابد وأن يكون واضحا في ذهنه وبدقة ما يريد الوصول إليه، وبناء على ذلك يتخذ القرارات المالية المختلفة، ولكي يصبح الأمر أكثر وضوحا فنعرض من خلال الشكل التالي تفصيلاً لمكونات المركز المالي موضع التحليل.

بيان بمكونات المركز المالي

مجموعة القرارات المالية

قرارات الاستثمار

تتعلق تلك المجموعة بتحديد مبلغ الاستثمار المطلوب وكيفية توزيعه على أوجه الاستثمار المختلفة وهي نوعان:

- قرارات استثمار طويل الأجل وتتعلق بالاستثمار في الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل
- قرارات استثمار قصيرة الأجل تتعلق بالاستثمار في رأس المال العامل (للأصول المتداولة)

قرارات التمويل

تتعلق تلك المجموعة بكيفية تدبير المصادر اللازمة لتمويل الاستثمار وهي نوعان:

- قرارات تمويل طويل الأجل وتتعلق بتدبير مصادر الأموال الداخلية والخارجية طويلة الأجل
- قرارات تمويلية قصيرة الأجل وتتعلق بتدبير مصادر الأموال الخارجية قصيرة الأجل

مجموعة الأهداف والنتائج المالية

- السيولة
- السيولة

ويتبين من خلال الشكل السابق أن تحليل المركز المـالي لأي منشأة والذي يتضمن تحليلاً للقرارات والنتـائج الماليـة سوف يغطي أربعة مجالات فرعية وهي:

١- تحليل قرارات التمويل.

٢- تحليل قرارات الاستثمار.

٣- تحليل السيولة.

٤- تحليل الربحية.

وليس من الأمور الحتمية أن يتم التحليل بنفس الترتيـب المذكور، حيث إن البرنامج التحليلي لابد وأن يتضـمن فـي النهاية تحليلاً للمجالات الأربعة مع التأكيـد علـى حقيقـة جوهرية تتمثل في أن المركز المالي لأي منشأة هو مركـز مالي واحد لا يمكن تجزئته إلا لأغراض التحليل العلمي فقط، حيث يتشابه المركز المالي بعناصره المختلفـة مـع جسـم الإنسان الذي يتكون من أجزاء عديدة ولكنها فـي التحليـل النهائي تمثل أجزاء عديدة لشخص واحد، الأمر الذي يعنـي الارتباط الشديد بين المجالات الفرعية، حيث إن نتائج تحليل أي مجموعة تنعكس وتعكس نتائج تحليل العناصر الأخرى،

الأمر الذي يحتاج كما سبق أن ذكرنا إلى ضـرورة تمتـع المحلل المالي بقدرات خاصة.

أساليب التحليل المالي:

الواقع إن نتائج التحليل المالي ستختلف باختلاف الأساليب والمفاهيم المستخدمة، وعلى ذلك فمن الأهمية بمكان التحديد الدقيق للأساليب والمفاهيم المستخدمة في أية عمليـة تحليـل مالي، حيث إن هناك العديد من الدراسات في هـذا المجـال والتي توصلت إلى العديد من أساليب التحليل التـي يمكـن تطبيقها في خدمة الأهداف التحليلية المختلفة.

ويتطلب التخطيط السليم من المحلل المالي مراعاة الدقـة في اختيار الأساليب التي تتلاءم مع هدف التحليل ونطاقـه، وفي هذا المجال فهناك اتفاق على ضرورة استخدام أسلوبين من أساليب التحليل في الوقت ذاته هما:

١- أسلوب التحليل الرأسي أو الثابت. Static Analysis

٢- أسلوب التحليل الأفقي أو المتحرك. Dynamic Analysis

حيث يتعلق الأسلوب الأول بتحليل قائمة ماليـة واحـدة، وذلك بمقارنة عناصر الأصول ببعضها البعض لإبراز وزنها

النسبي أو بمقارنة بعض عناصر الأصول ببعض عناصـر الخصوم، وينطبق ذلك أيضا على قائمة الدخل والقوائم المالية الأخرى، ويطلق على هذا الأسلوب صفة الثبات، على اعتبار أن عنصر الزمن ثابت نظرا لارتباط الدراسة بفترة زمنيـة واحدة، ومن الواضح أن هذا الأسلوب في حالة الاعتماد عليه بشكل منفرد سوف يؤدي إلى نتائج تحليلية مضللة؛ نظرا لأن القوائم المالية التي تم الاعتماد عليها تعكس الموقف المـالي للمنشأة في لحظة زمنية معينة، وهي لحظة إعـداد المنشـأة لتلك القوائم، ومن هنا فيتم تلافي هذا القصور من خلال اتباع الأسلوب الثاني والذي سيعتمد على متابعة التغير في القيم من فترة لأخرى، وحساب التغيرات في تلك القيم على مدى عدد من السنوات الماضية، من خلال استنتاج الاتجاهات ومراقبة التغيرات في المركز المالي للمنشأة مع مرور الزمن، ومـن جهة أخرى فإن الاعتماد على أسـلوب التحليـل الأفقـي أو الاتجاهي يمكن المحلل المالي من التغلب علـى أحـد أهـم الصعوبات التي تواجهه والتي تتمثل في غيـاب المعـدلات النمطية أو المعيارية التي تستخدم في مرحلة مقارنة نتـائج

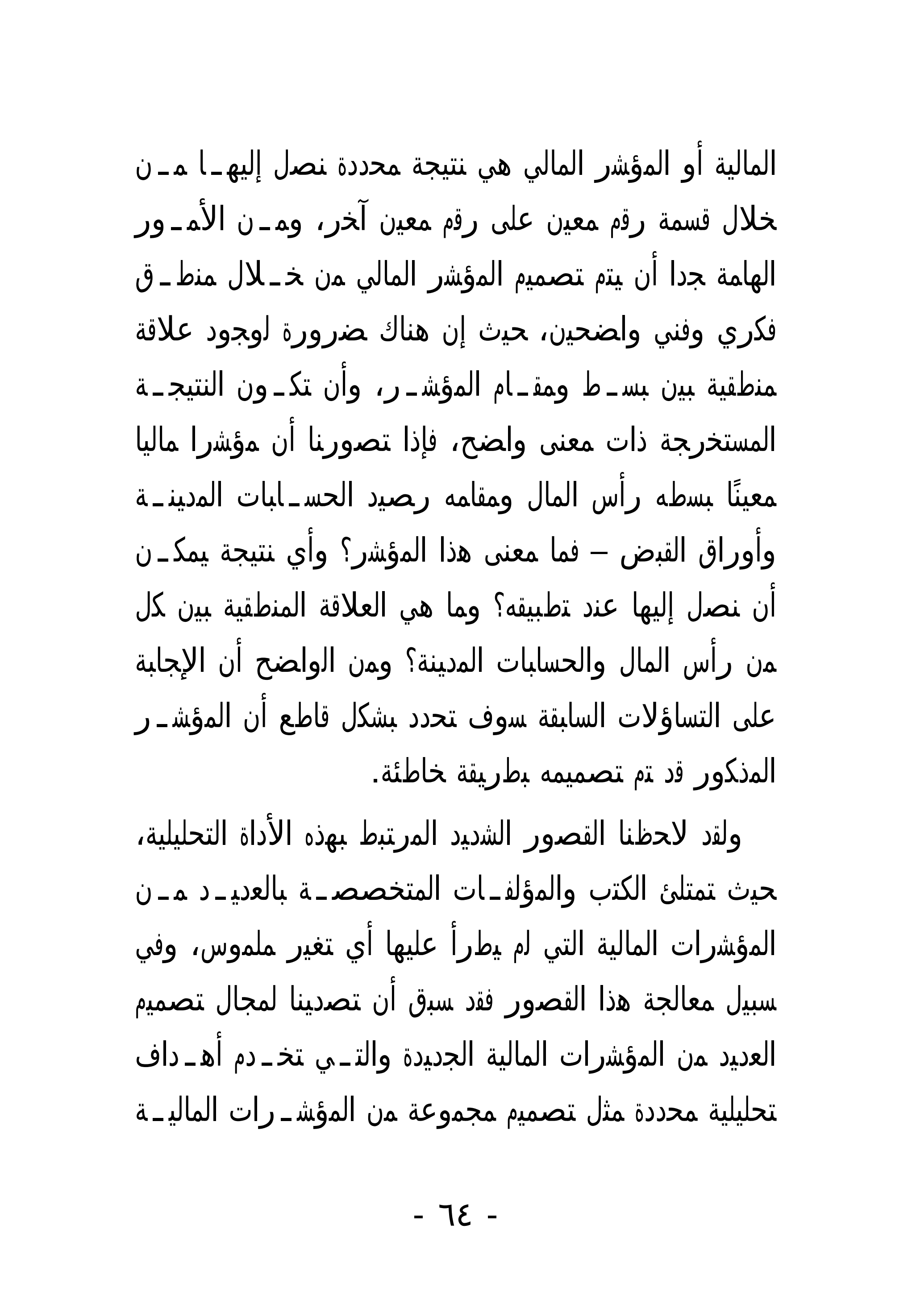
التحليل الفعلية بتلك المعيارية أو النمطية لإمكانية تحديد أوجه القصور أو الانحراف في المجال الفرعي الذي يتم تحليله.

وهنا يلعب الأسلوب الاتجاهي دورا ملموسا في مواجهـة الصعوبة المذكورة من خلال تمكن المحال المالي من متابعة اتجاه العنصر موضع التحليل سواء نحو الثبات أو التحسن أو التدهور.

وفي هذا المجال فإن هناك نقصا شديدا فيما يتعلق بتحديد المعايير النمطية للأداء المالي وما يترتب عليه مـن نتـائج مالية لمختلف الأنشطة الاقتصادية، حيث نتمنـى أن يتجـه الباحثون والمهتمون بالفكر المالي وخاصة من يهـتم مـنهم بمجال التحليل إلى توجيه عنايتهم إلى سد هذه الفجوة.

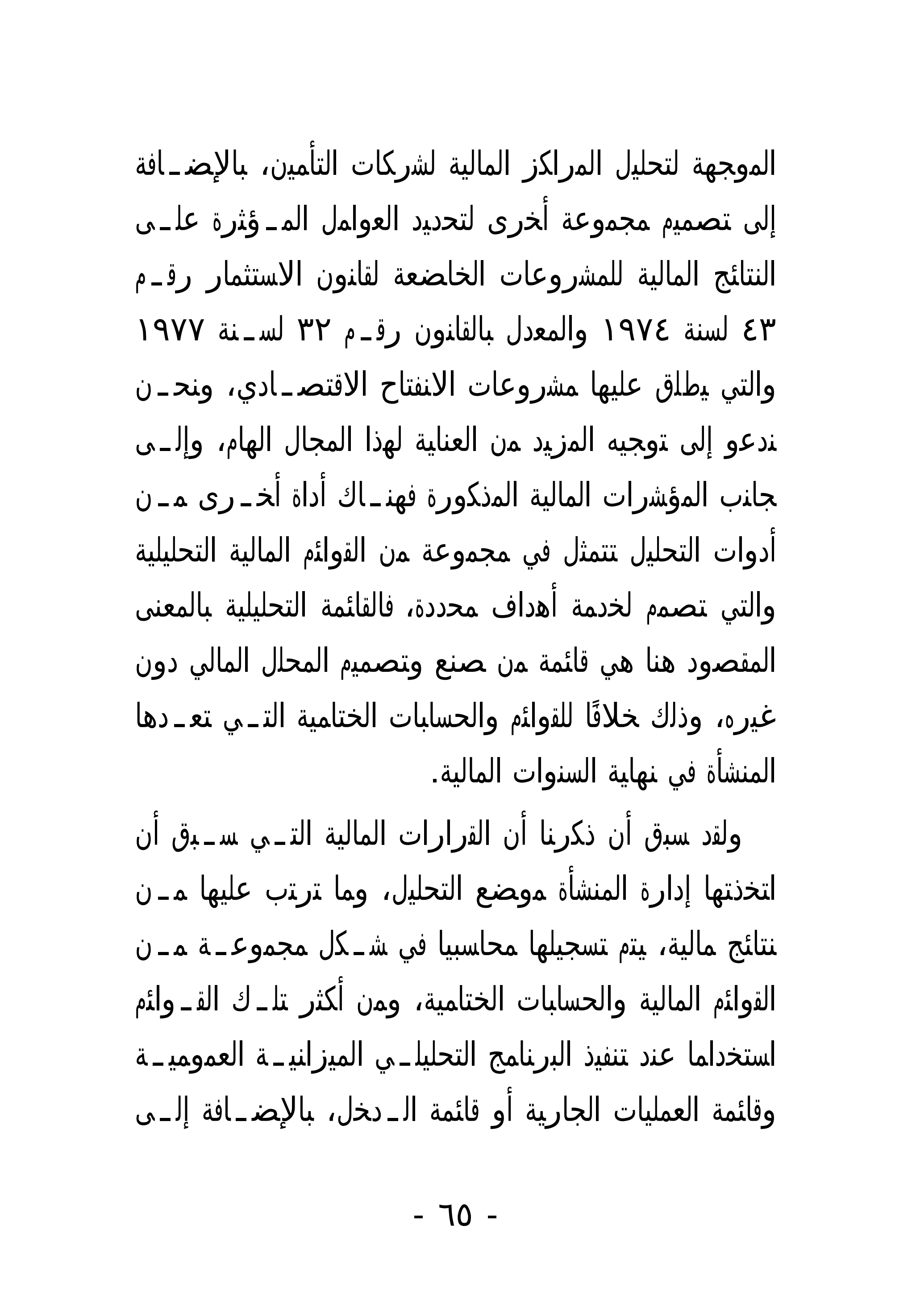
أدوات التحليل المالي:

يقصد بأدوات التحليل تلك الوسائل التي يمكن من خلالها تنفيذ البرنامج التحليلي، والتي تحتاج إلى الكثير مـن الدقـة والعناية عند تصنيعها، وكذلك عند اسـتخدامها، وفـي هـذا المجال فإن أشهر الأدوات التحليليـة المسـتخدمة وأكثرهـا شيوعا هي النسب أو المؤشرات المالية، حيـث إن النسـبة



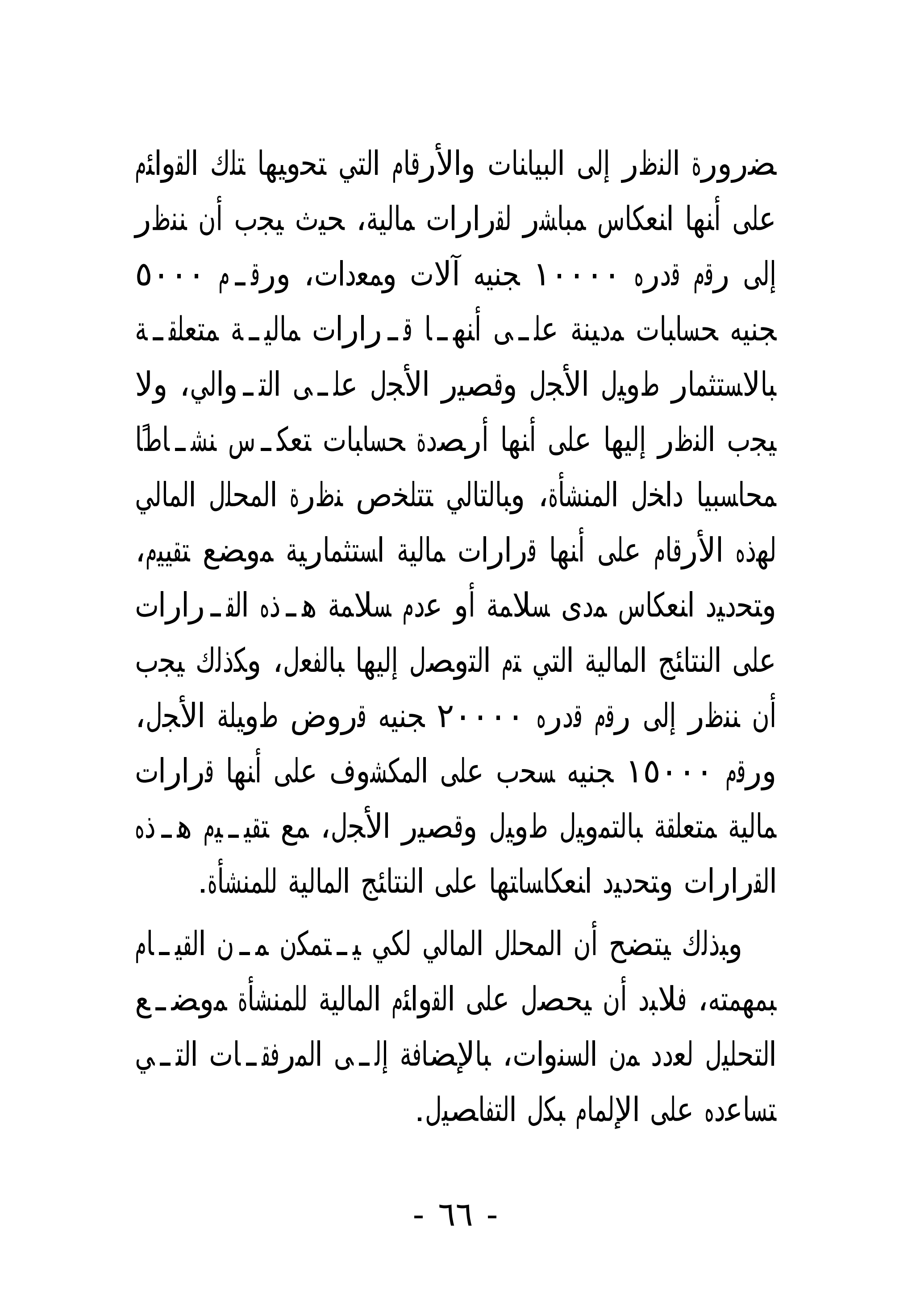
المالية أو المؤشر المالي هي نتيجة محددة نصل إليها من خلال قسمة رقم معين على رقم معين آخر، ومن الأمور الهامة جدا أن يتم تصميم المؤشر المالي من خلال منطق فكري وفني واضحين، حيث إن هناك ضرورة لوجود علاقة منطقية بين بسط ومقام المؤشر، وأن تكون النتيجة المستخرجة ذات معنى واضح، فإذا تصورنا أن مؤشرا ماليا معينًا بسطه رأس المال ومقامه رصيد الحسابات المدينة وأوراق القبض – فما معنى هذا المؤشر؟ وأي نتيجة يمكن أن نصل إليها عند تطبيقه؟ وما هي العلاقة المنطقية بين كل من رأس المال والحسابات المدينة؟ ومن الواضح أن الإجابة على التساؤلات السابقة سوف تحدد بشكل قاطع أن المؤشر المذكور قد تم تصميمه بطريقة خاطئة.

ولقد لاحظنا القصور الشديد المرتبط بهذه الأداة التحليلية، حيث تمتلئ الكتب والمؤلفات المتخصصة بالعديد من المؤشرات المالية التي لم يطرأ عليها أي تغير ملموس، وفي سبيل معالجة هذا القصور فقد سبق أن تصدينا لمجال تصميم العديد من المؤشرات المالية الجديدة والتي تخدم أهداف تحليلية محددة مثل تصميم مجموعة من المؤشرات المالية



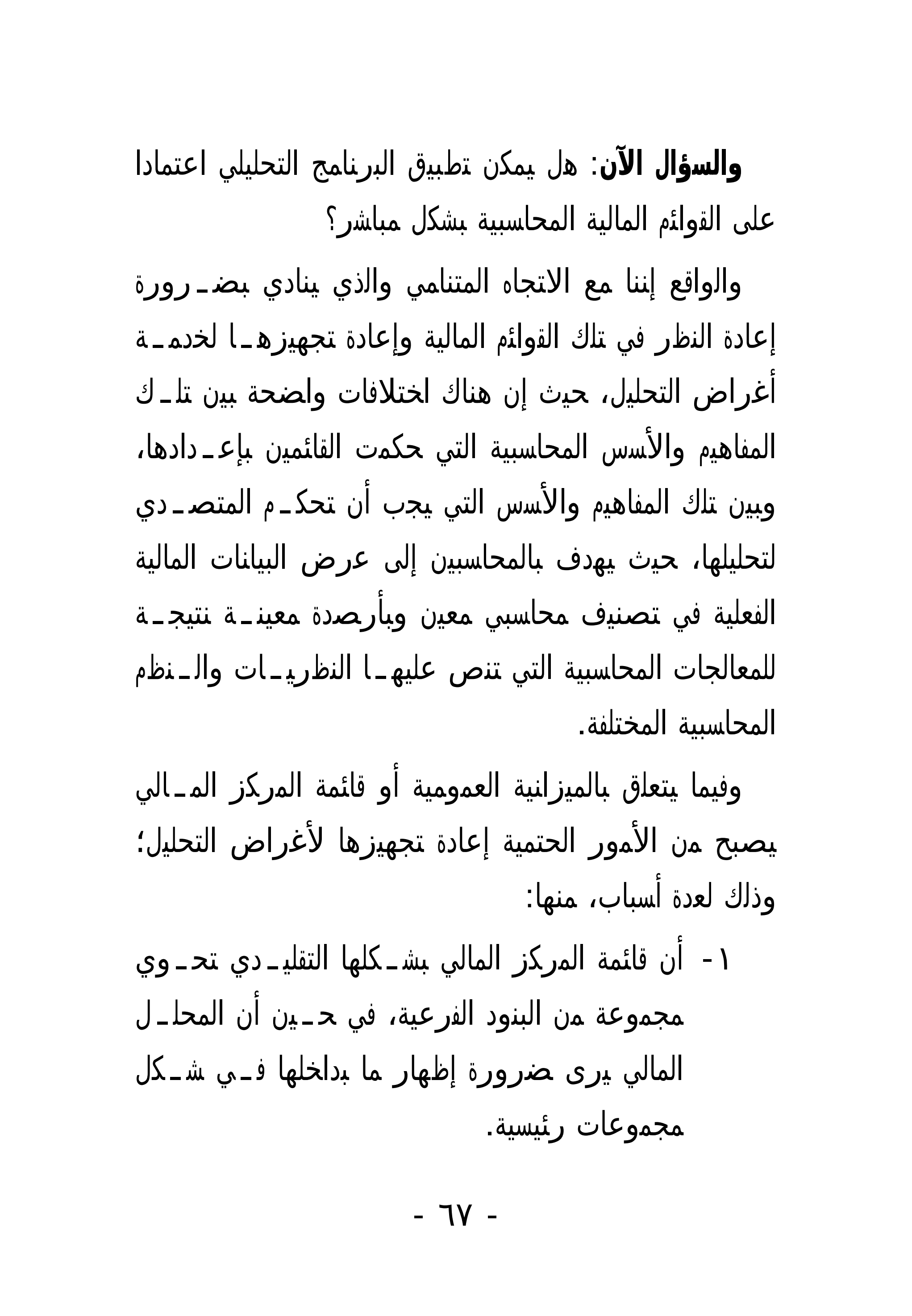
الموجهة لتحليل المراكز المالية لشركات التأمين، بالإضافة إلى تصميم مجموعة أخرى لتحديد العوامل المؤثرة على النتائج المالية للمشروعات الخاضعة لقانون الاستثمار رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ والمعدل بالقانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٧ والتي يطلق عليها مشروعات الانفتاح الاقتصادي، ونحن ندعو إلى توجيه المزيد من العناية لهذا المجال الهام، وإلى جانب المؤشرات المالية المذكورة فهناك أداة أخرى من أدوات التحليل تتمثل في مجموعة من القوائم المالية التحليلية والتي تصمم لخدمة أهداف محددة، فالقائمة التحليلية بالمعنى المقصود هنا هي قائمة من صنع وتصميم المحلل المالي دون غيره، وذلك خلافًا للقوائم والحسابات الختامية التي تعدها المنشأة في نهاية السنوات المالية.

ولقد سبق أن ذكرنا أن القرارات المالية التي سبق أن اتخذتها إدارة المنشأة موضع التحليل، وما ترتب عليها من نتائج مالية، يتم تسجيلها محاسبيا في شكل مجموعة من القوائم المالية والحسابات الختامية، ومن أكثر تلك القوائم استخداما عند تنفيذ البرنامج التحليلي الميزانية العمومية وقائمة العمليات الجارية أو قائمة الدخل، بالإضافة إلى



ضرورة النظر إلى البيانات والأرقام التي تحويها تلك القوائم على أنها انعكاس مباشر لقرارات مالية، حيث يجب أن ننظر إلى رقم قدره ١٠٠٠٠ جنيه آلات ومعدات، ورقم ٥٠٠٠ جنيه حسابات مدينة على أنها قرارات مالية متعلقة بالاستثمار طويل الأجل وقصير الأجل على التوالي، ولا يجب النظر إليها على أنها أرصدة حسابات تعكس نشاطًا محاسبيا داخل المنشأة، وبالتالي تتلخص نظرة المحلل المالي لهذه الأرقام على أنها قرارات مالية استثمارية موضع تقييم، وتحديد انعكاس مدى سلامة أو عدم سلامة هذه القرارات على النتائج المالية التي تم التوصل إليها بالفعل، وكذلك يجب أن ننظر إلى رقم قدره ٢٠٠٠٠ جنيه قروض طويلة الأجل، ورقم ١٥٠٠٠ جنيه سحب على المكشوف على أنها قرارات مالية متعلقة بالتمويل طويل وقصير الأجل، مع تقييم هذه القرارات وتحديد انعكاساتها على النتائج المالية للمنشأة.

وبذلك يتضح أن المحلل المالي لكي يتمكن من القيام بمهمته، فلابد أن يحصل على القوائم المالية للمنشأة موضع التحليل لعدد من السنوات، بالإضافة إلى المرفقات التي تساعده على الإلمام بكل التفاصيل.



والسؤال الآن: هل يمكن تطبيق البرنامج التحليلي اعتمادا على القوائم المالية المحاسبية بشكل مباشر؟

والواقع إننا مع الاتجاه المتنامي والذي ينادي بضرورة إعادة النظر في تلك القوائم المالية وإعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل، حيث إن هناك اختلافات واضحة بين تلك المفاهيم والأسس المحاسبية التي حكمت القائمين بإعدادها، وبين تلك المفاهيم والأسس التي يجب أن تحكم المتصدي لتحليلها، حيث يهدف بالمحاسبين إلى عرض البيانات المالية الفعلية في تصنيف محاسبي معين وبأرصدة معينة نتيجة للمعالجات المحاسبية التي تنص عليها النظريات والنظم المحاسبية المختلفة.

وفيما يتعلق بالميزانية العمومية أو قائمة المركز المالي يصبح من الأمور الحتمية إعادة تجهيزها لأغراض التحليل؛ وذلك لعدة أسباب، منها:

١- أن قائمة المركز المالي بشكلها التقليدي تحوي مجموعة من البنود الفرعية، في حين أن المحلل المالي يرى ضرورة إظهار ما بداخلها في شكل مجموعات رئيسية.

٢- أن قائمة المركز المالي عند إعدادها لا تخلو من الآراء الشخصية، وذلك فيما يتعلق بطرق تقويم لبعض الأصول وكذلك فيما يتعلق ببعض المعالجات المحاسبية بهدف وضع أرصدة الحسابات بشكل معين، بقصد إظهار نتيجة المنشأة بشكل معين، الأمر الذي يتعارض مع مبادئ التحليل.

٣- اهتمام المحلل المالي بما هو دائم وما هو غير دائم (طويل وقصير الأجل) بالنسبة لأصول المنشأة وخصومها، الأمر الذي لا توضحه قائمة المركز المالي بشكلها التقليدي.

وللأسباب السابق ذكرها فهناك ضرورة لإعادة تجهيز قائمة المركز المالي للمنشأة موضع التحليل، حيث نفضل تسمية هذا الإجراء بإعادة التصنيف Reclassification، والذي يعني إعادة تحديد تبعية البنود الفرعية التي تتضمنها قائمة المركز المالي للمجموعات الرئيسية بما يتمشى مع مبادئ وأهداف واحتياجات التحليل.

وفي هذا المجال فإن هناك العديد مـن وجهـات النظـر المتعلقة بإعادة تصنيف قائمة المركز المالي، وخاصة فيمـا يتعلق بالمجالات الآتية:

بالنسبة لشكل قائمة المركز المالي بعد إعادة تصنيفها:

الأصول	الخصوم ورأس المال
أساس التقسيم: الغرض من حيازة الأصل ودرجة قابليته للسيولة ١- مجموعة الأصول الثابتة ٢- مجموعة الأصول شبه الثابتة ٣- مجموعة الأصول المتداولة	**أساس التقسيم:** نوع الملكية، والفترة الزمنية المستقبلية لاستحقاق الدين. ١- مجموعة حقوق الملكية (صافي). ٢- مجموعة الخصوم طويلة الأجل. ٣- مجموعة الخصوم قصيرة الأجـل (المتداولة)

بالنسبة لأسس تكوين المجموعات الرئيسية للأصول والخصوم:

على الرغم من عدم وجود أسس موحدة تنعكس في شكل تصنيف نموذجي متفق عليه، حتى بالنسبة للنشاط الواحـد – وهو أمر مقبول بالنسبة لمنهجية التحليل – إلا أن هناك عدة أحكام يجب مراعاتها أثناء القيام بعملية إعادة تصنيف قائمـة

المركز المالي لأي منشأة، وهنا سـوف نعـرض للأسـس الواجب اتباعها عند تكوين المجموعات الست المذكورة وذلك على الوجه الآتي:

بالنسبة لجانب الأصول:

١- مجموعة الأصول الثابتة Fixed Assets:

لقد عرف النظام المحاسبي الموحد الأصول الثابتة بأنهـا عبارة عن ممتلكات منقولة ملموسة أو غير ملموسة مقتنـاة بمعرفة الوحدة لغير أغراض البيع أو التحويل بل لاسـتمرار استعمالها طوال فترة وجودها كأدوات إنتاج.

إن المفهوم السابق للأصول الثابتة، والذي يعكس بشـكل مباشر وجهة النظر المحاسبية، والتي على أساسها تم تكوين هذه المجموعة داخل قائمة المركز المالي، لتتضمن العناصر التالية: (أراضٍ، مبانٍ وإنشاءات ومرافق، وآلات ومعـدات، ووسائل نقل وانتقـال، وعِـدد وأدوات، وأثـاث ومعـدات ومكاتب، وثروة حيوانية ومائية، ونفقات إيرادية مؤجلة).

وفيما يتعلق بوجهة نظر المحلل المالي بشأن تكوين هـذه المجموعة فهناك شبه اتفاق على ضرورة كون الأصل الثابت

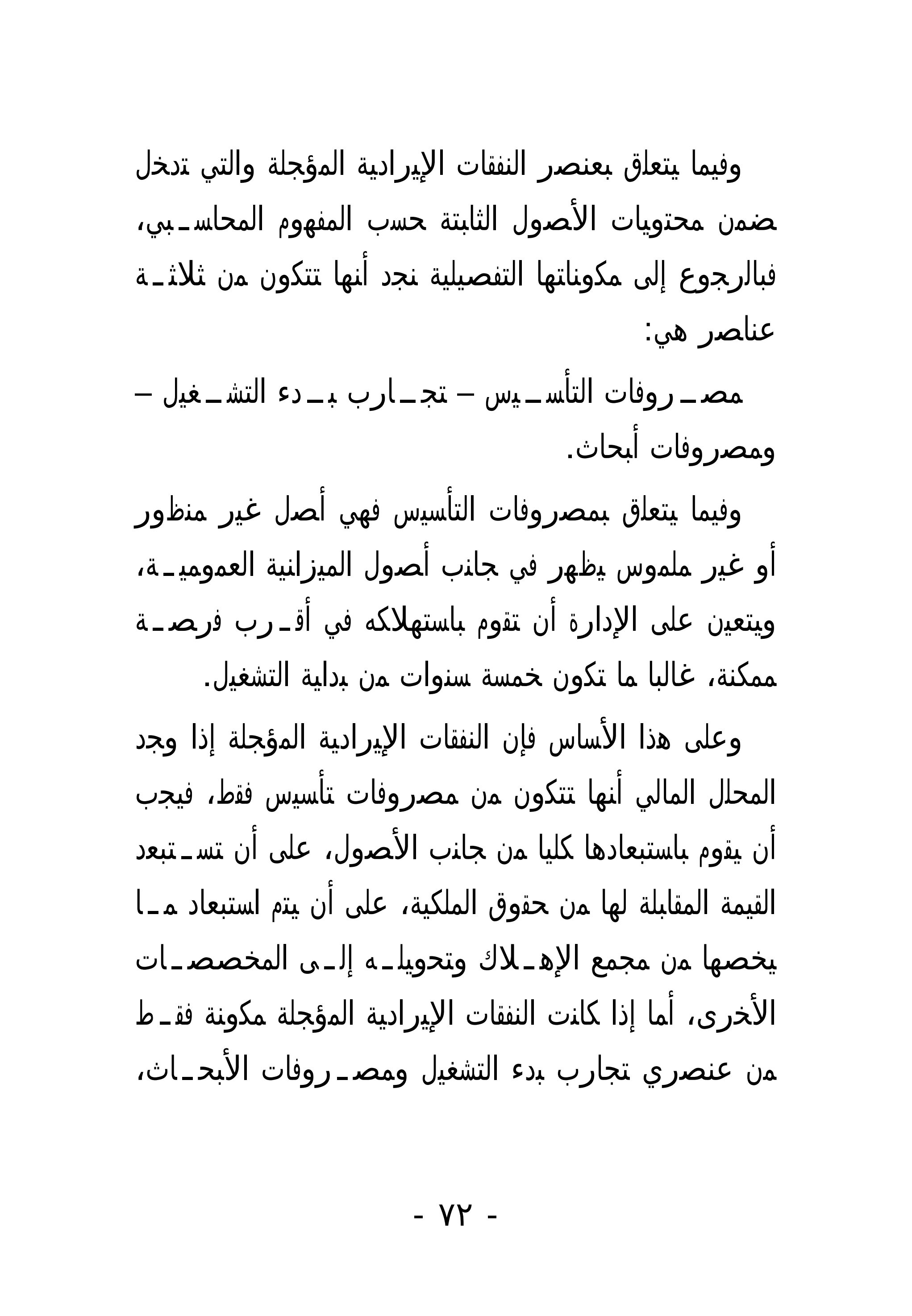
ممثلاً لطاقة إنتاجية وليس بغرض إعادة البيع، في حـين أن هناك اختلافات لعدة نقاط تتمثل في كونها أصول ملموسة أو غير ملموسة، وكذلك في كونها مستغلة فعلا أم ما زالت تُعد للاستغلال، أما عن وجهة نظرنا فيما يتعلق بالشروط الواجب توافرها في الأصل الفرعي، لكي يصبح صالحا للانضـمام لمجموعة الأصول الثابتة فهي:

١/١: أن يكون الغرض الأساسي من اقتناء الأصل هـو كونه طاقة إنتاجية وليس بغرض إعـادة البيـع أو التحويل.

٢/١: أن يكون الأصل ملموسا.

٣/١: أن يكون الأصل جاهزا للاستخدام الفعلي بصـرف النظر عن كونه في حالة استخدام أم لا، وقت إعادة التصنيف.

هذا وبعد تطبيق الشروط الثلاثة السابقة وتكوين مجموعة الأصول الثابتة، فيجب أن تظهر بسـعر التكلفـة الأصـلية مطروحا منها مجمع الإهلاك، لكي تظهر بقيمتها الصـافية، وفي نفس الوقت ضرورة فصل قيمة الأراضي عـن بقيـة عناصر هذه المجموعة نظرا لعدم خضوعها للإهلاك.



وفيما يتعلق بعنصر النفقات الإيرادية المؤجلة والتي تدخل ضمن محتويات الأصول الثابتة حسب المفهوم المحاسـبي، فبالرجوع إلى مكوناتها التفصيلية نجد أنها تتكون من ثلاثـة عناصر هي:

مصـروفات التأسـيس – تجـارب بـدء التشـغيل – ومصروفات أبحاث.

وفيما يتعلق بمصروفات التأسيس فهي أصل غير منظور أو غير ملموس يظهر في جانب أصول الميزانية العموميـة، ويتعين على الإدارة أن تقوم باستهلاكه في أقـرب فرصـة ممكنة، غالبا ما تكون خمسة سنوات من بداية التشغيل.

وعلى هذا الأساس فإن النفقات الإيرادية المؤجلة إذا وجد المحلل المالي أنها تتكون من مصروفات تأسيس فقط، فيجب أن يقوم باستبعادها كليا من جانب الأصول، على أن تسـتبعد القيمة المقابلة لها من حقوق الملكية، على أن يتم استبعاد مـا يخصها من مجمع الإهـلاك وتحويلـه إلـى المخصصـات الأخرى، أما إذا كانت النفقات الإيرادية المؤجلة مكونة فقـط من عنصري تجارب بدء التشغيل ومصـروفات الأبحـاث،

فيجب أن ترحل إلى مجموعة الأصول شبه الثابتة مع إجراء نفس المعالجة المذكورة بالنسبة لمخصص الإهلاك.

٢- مجموعة الأصول المتداولة

Current Assets or Working Capital

تعكس هذه المجموعة - وكما سبق أن ذكرنا - قـرارات الاستثمار قصير الأجل، أو تلك الاستثمارات الموجهة إلـى النقدية وأصول أخرى يمكن تحويلها داخـل إطـار النشـاط الطبيعي لنشاط المنشأة إلى نقدية، وبدون خسارة في قيمتهـا خلال مدة زمنية لا تجاوز السنة، وبهذا الشـكل فـإن هـذه المجموعة هي التي تكون جاهزة لمواجهة التزامات المنشـأة تجاه الغير، والتي تستحق السداد في الحال أو خـلال مـدة زمنية لا تجاوز السنة أيضا، ومـن خـلال هـذا المنظـور لمجموعة الأصول المتداولة أو رأس المال العامل فيتبين أنها نوع من الاستخدامات والاستثمارات قصيرة الأجل، في حين أن النظرة التحليلية المتفحصة، والتي تختلف كثيرا عن تلـك النظرة المحاسبية، تؤكد على ضـرورة النظـر إلـى هـذه المجموعة على أنهـا تتضـمن نـوعين مـن الاسـتخدام أو الاستثمار في ذات الوقت، حيث إن هذه المجموعة وبعـد

تكوينها تتضمن داخليا جزءا لمواجهة الالتزامـات العاجلـة، وجزءا آخر تحتفظ به المنشأة وبشكل دائم لمواجهة متطلبات تشغيل الأصول الثابتة، وعلى ذلك فإن الجـزء الأول يمثـل استثمارا قصير الأجل للأموال، في حين يمثل الجزء الثـاني استثمارا طويل الأجل نظرا؛ لارتباطـه بتشـغيل الأصـول الثابتة.

إن هذا الجزء الأخير يطلق عليه اصطلاح صـافي رأس المال العامل Net Working Capital والذي يتم التوصل إلى قيمته باستبعاد مجموعة الخصوم قصيرة الأجل من المجموع المصنف لرأس المال العامل، الأمر الذي يحـتم ضـرورة تنويع مصادر تمويل تلك الاستثمارات، حيث تحتم المبـادئ التمويلية ضرورة تمويل الجزء الدائم من رأس المال العامل (صافي رأس المال العامل ذو القيمة الموجبة) مـن خـلال مصادر تمويل طويلة الأجل، على أن يـتم تمويـل الجـزء المؤقت من رأس المال العامل من خلال مصـادر تمويـل قصيرة الأجل، لكي نضمن عدم ظهور انعكاسات سلبية على النتائج المالية للمنشأة.

وعلى ذلك فإن مجموعة الأصول المتداولة أو رأس المال العامل تتضمن العناصر الفرعية التي يتوافر فيها الشـروط التالية:

٢/١: أن يكون قابلاً للتحول إلى الشكل النقدي في مدة لا تزيد عن سنة، وبدون خسارة في قيمته.

٢/٢: أن يكون ضمن الإطار الطبيعي لأعمال المنشأة.

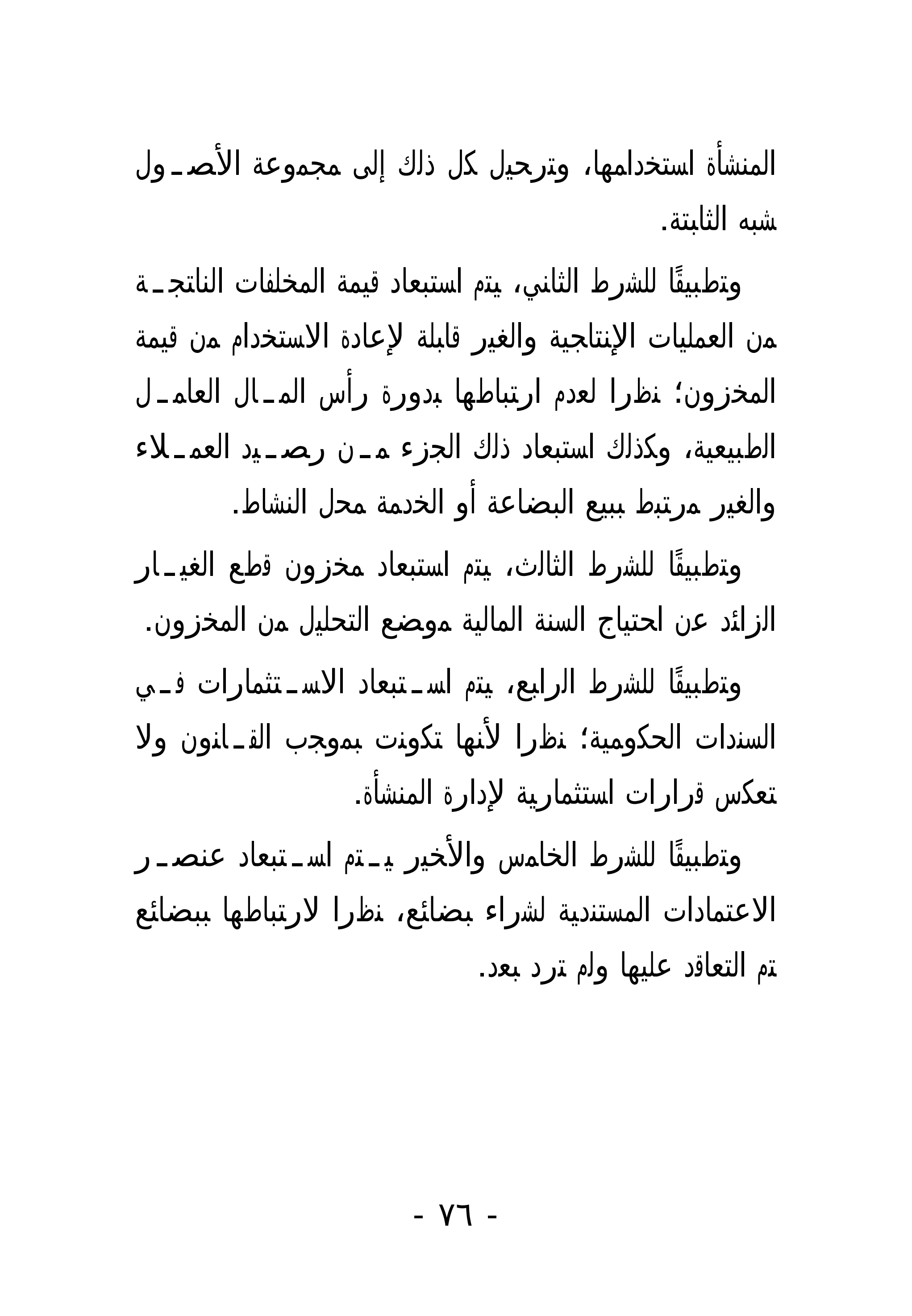
٢/٣: أن يكون الغرض مـن اقتنائـه إعـادة البيـع أو التحوير.

٢/٤: ألا يتم تكوينه بموجب القانون.

٢/٥: أن يظهر في صورة ملموسة تمكن المنشـأة مـن استخدامه في مواجهة التزاماتها العاجلة وقت القيام بعملية إعادة التصنيف.

وفي سبيل توضيح كيفية التطبيق العملي للشروط السـابقة فنعرض للأمثلة الآتية:

- تطبيقًا للشرط الأول يتم استبعاد الجـزء الراكـد مـن المخزون، وكذلك الجزء الرديء مـن أرصـدة العمـلاء، بالإضافة إلى الأرصدة النقدية في البنوك والتي لا تسـتطيع



المنشأة استخدامها، وترحيل كل ذلك إلى مجموعة الأصـول شبه الثابتة.

وتطبيقًا للشرط الثاني، يتم استبعاد قيمة المخلفات الناتجـة من العمليات الإنتاجية والغير قابلة لإعادة الاستخدام من قيمة المخزون؛ نظرا لعدم ارتباطها بدورة رأس المـال العامـل الطبيعية، وكذلك استبعاد ذلك الجزء مـن رصـيد العمـلاء والغير مرتبط ببيع البضاعة أو الخدمة محل النشاط.

وتطبيقًا للشرط الثالث، يتم استبعاد مخزون قطع الغيـار الزائد عن احتياج السنة المالية موضع التحليل من المخزون.

وتطبيقًا للشرط الرابع، يتم اسـتبعاد الاسـتثمارات فـي السندات الحكومية؛ نظرا لأنها تكونت بموجب القـانون ولا تعكس قرارات استثمارية لإدارة المنشأة.

وتطبيقًا للشرط الخامس والأخير يـتم اسـتبعاد عنصـر الاعتمادات المستندية لشراء بضائع، نظرا لارتباطها ببضائع تم التعاقد عليها ولم ترد بعد.

٣- مجموعة الأصول شبه الثابتة (الأخرى)

Semi Fixed Assets

تضم هذه المجموعة، جميع عناصر الأصول، التـي لـم يتمكن المحلل المالي من ترحيلهـا لأي مـن المجمـوعتين الأساسيتين، نظرا لعدم توافر شـروط الأصـل الثابـت أو المتداول في تلك الأصول.

بالنسبة لجانب الخصوم ورأس المال:

في الواقع إن إعادة تصنيف هذا الجانـب مـن جـانبي الميزانية العمومية، لم يحظ بقـدر ذي وزن جـوهري مـن الاختلافات وتعدد وجهات النظر، حيث إن هناك اتفاق علـى أن ما يحويه هذا الجانب لا يخرج عـن كونـه مملوكًـا أو مقترضا، وأن الأموال المقترضة لا تخرج عن كونها قريبـة الاستحقاق أو بعيدة الاستحقاق، إلا أن هناك خلافًـا حـول تحديد تبعية الأسهم الممتازة في حالة اعتماد المنشأة على هذا المصدر، حيث يرى البعض ضمها إلى مجموعـة حقـوق الملكية، ويرى البعض الآخر ضمها إلى مجموعة الخصـوم طويلة الأجل، ونحن مع هذا الرأي الأخيـر، وفيمـا يلـي

نعرض سريعا لكل مجموعة من المجموعات الثلاثة التي يتضمنها جانب الخصوم ورأس المال من الميزانية العمومية:

١- مجموعة حقوق الملكية Net worth:

تعكس هذه المجموعة حقوق الملاك أو المساهمين، والتي يمكن استخراجها حسابيا باستبعاد إجمالي التزامات المنشأة للغير من جملة أصولها، وبهذا الشكل فإن هذه المجموعة تتضمن داخليا ثلاثة عناصر هي:

رأس المال المدفوع + الاحتياطيات + الأرباح المحتجزة.

إن مجموع العناصر الثلاثة هذه يعني إجمالي حقوق الملكية، ولكنه ولأغراض التحليل يجب أن نحرص على إظهار هذه المجموعة في قيمتها الصافية وليست الإجمالية.

حيث إن:

صافي حقوق الملكية = إجمالي حقوق الملكية ± الفائض أو العجز المرحل – النفقات الإيرادية المؤجلة في حالة استبعادها:

٢- مجموعة الخصوم طويلة الأجل

Long Term Liabilites

تتضمن هذه المجموعة جميع عناصر التزامات المنشأة تجاه الغير، والتي تستحق الدفع في المدة الطويلة والتي تزيد عن السنة. والتي تتضمن عدة عناصر هي:

٢/١: القروض المصرفية طويلة الأجل.

٢/٢: السندات.

٢/٣: إصدارات الأسهم الممتازة.

٢/٤: أية مخصصات يتم الاحتفاظ بها لفترة تزيد عن السنة.

٣- مجموعة الخصوم قصيرة الأجل (متداولة):

Short-Term-Liabilites

تتضمن هذه المجموعة جميع عناصر التزامات المنشأة تجاه الغير، والتي تستحق الدفع خلال العام، والتي تنشأ نتيجة العمليات الطبيعية للمنشأة، وقد ينشأ هذا الدين من خلال الاقتراض قصير الأجل من البنوك، أو نتيجة لشراء مواد خام ومستلزمات الإنتاج على الحساب من الموردين، أو أية مستحقات أخرى.

وبعد أن انتهينا من عرض الأصول العلمية التي تحكم المحلل المالي عند إعادة تصنيفه لقائمة المركز المالي للمنشأة موضع التحليل، فنعرض فيما يلي للأصول العلمية التي تحكم المحلل المالي عند إعادة تصنيفه لقائمة الدخل income statement وذلك بهدف إظهار وتحديد رقم الربح الذي سوف يستخدمه عند تنفيذ برنامجه التحليلي، وخاصة ما يتعلق بتحليل الربحية، إن حتمية القيام بهذا الإجراء تأتي من تعدد أرقام الربح؛ الأمر الذي يبرر ضرورة تحديد ذلك الرقم الواجب استخدامه، هذا بالإضافة إلى أهمية استخدام رقم الربح الذي يعكس كفاءة الأداء الاقتصادي لإدارة المنشأة موضع التحليل، مع استبعاد أية أرباح تحققت بفعل عوامل أخرى.

هذا ويمكننا تصوير قائمة الدخل بالشكل الذي يحقق الهدف المذكور كما يلي:

قيمة المبيعات

(تكلفة المبيعات)

مجمل ربح التشغيل

(مصروفات إدارية)

(مصروفات بيعة)

صافي ربح التشغيل

± أرباح أو خسائر رأسمالية

+ إيرادات أوراق مالية

صافي ربح قبل الفوائد والضرائب

(الفوائد والمصروفات التمويلية)

صافي ربح قبل الضرائب

(الضرائب)

صافي الربح القابل للتوزيع

وفي هذا المجال يهمنا التأكيـد علـى أن عمليـة إعـادة التصنيف تمثل عملية فنية تحتاج إلى الكثيـر مـن الجهـد الواجب بذله من جهة المحلل المالي من خلال معايشته التامة لطبيعة النشاط وطبيعة الأداء التي تعمل في إطـار المنشـأة موضع التحليل.

فإذا ما تعرضنا لتقييم الأداء المالي لأحد شركات التـأمين والتي تمارس نشاطًا خاصا، يختلف عن الأنشطة الاقتصادية الأخرى من خلال الحقائق التالية [١]:

١- يعتمد النشاط التأميني عند ممارسته على الاعتمـاد بدرجة كبيرة على التمويل بالملكية.

٢- ضآلة الاسـتثمارات الموجهـة للأصـول الثابتـة التشغيلية.

٣- ضخامة الاستثمارات طويلة الأجل نظـرا لزيـادة الوزن النسبي لمصادر التمويل طويلة الأجل.

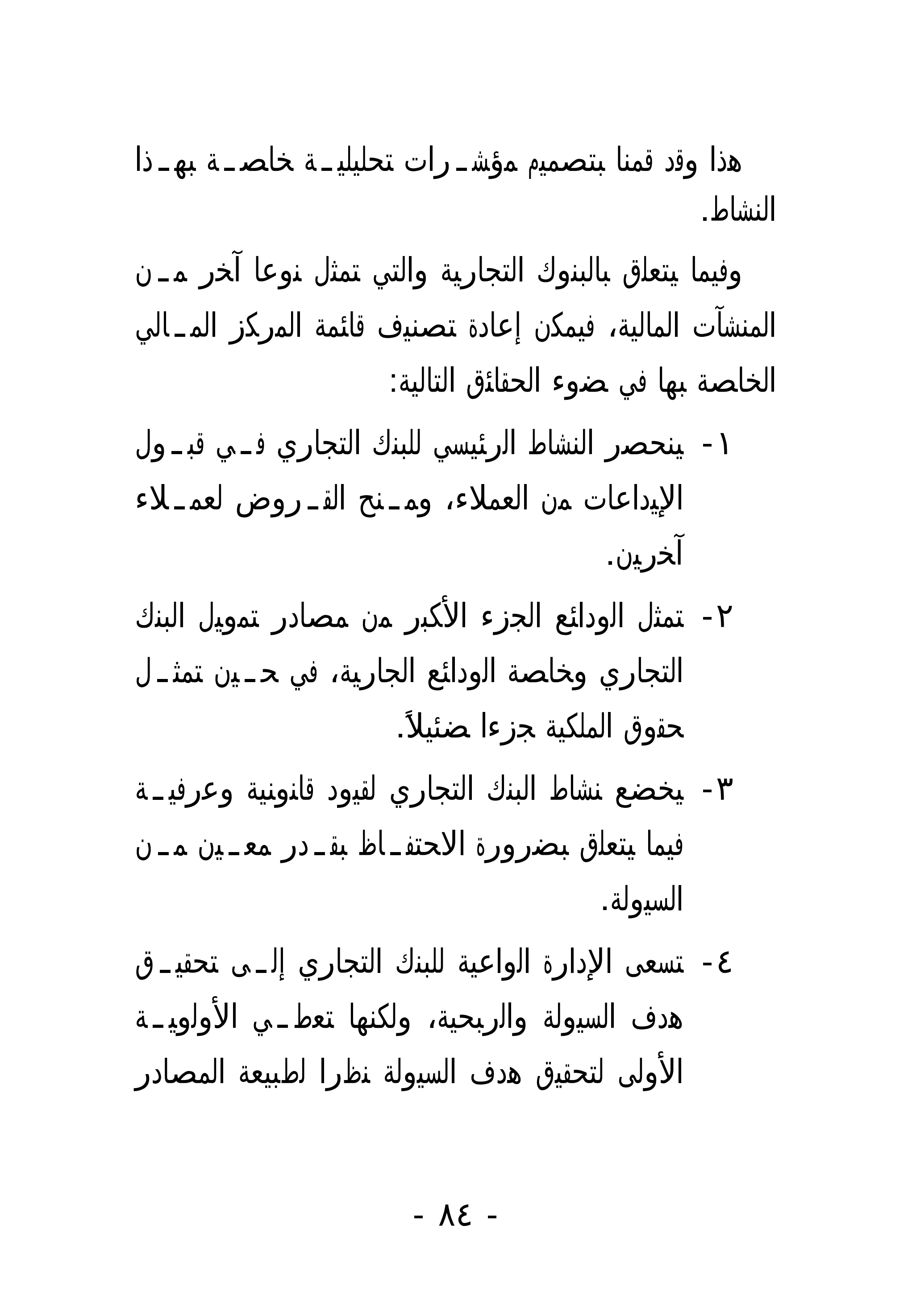
٤- يمثل عنصر حقوق حملـة الوثـائق الممثـل فـي المخصصات الفنية نسبة كبيرة من مصادر التمويل.

ومن خلال الحقائق المذكورة الناتجة من معايشة النشـاط التأميني فقد تم إعادة تصنيف قائمة المركز المـالي لشـركة التأمين على الوجه الآتي:

---

(1) للتوسع يمكن مراجعة كتاب المؤلف، بعنوان تحليل المركز المالي لشركات التأمين، الطبعة الأولى، ١٩٨٧، مكتبة عين شمس.

الأصول	الخصوم
(مبانٍ – أثاثات – آلات – وسائل نقل) إجمالي الأصول الثابتة – مخصصات الإهلاك	رأس المال المدفوع الاحتياطيات الأرباح المحتجزة
صافي الأصول الثابتة	إجمالي حقوق الملكية ± أرباح أو خسائر مرحلة
أراضي عقارات قروض بضمان وثائق قروض بضمانات أخرى ودائع بالبنوك أوراق مالية ذات إيراد متغير	صافي حقوق الملكية
جملة الاستثمارات طويلة الأجل	احتياطي حسابي مخصصات تقلبات معدلات الخسائر مخصص ديون مشكوك فيها مخصص هبوط أسعار أوراق مالية مخصص ضرائب
النقدية (صندوق – بنوك) صافي أقساط تحت التحصيل استثمارات أوراق مالية أرصدة مدينة لشركات التأمين وإعادة التأمين مدينون وأرصدة مدينة أخرى	خصوم طويلة الأجل
جملة الاستثمارات قصيرة الأجل (ر.م عامل)	مخصص الأخطار السارية مخصص التعويضات تحت التسوية أرصدة دائنة لشركات التأمين وإعادة تأمين دائنون وأرصدة دائنة أخرى
إجمالي أصول	جملة الخصوم قصيرة الأجل (متداولة)
	إجمالي خصوم ورأس مال



هذا وقد قمنا بتصميم مؤشرات تحليلية خاصة بهذا النشاط.

وفيما يتعلق بالبنوك التجارية والتي تمثل نوعا آخر من المنشآت المالية، فيمكن إعادة تصنيف قائمة المركز المالي الخاصة بها في ضوء الحقائق التالية:

١- ينحصر النشاط الرئيسي للبنك التجاري في قبول الإيداعات من العملاء، ومنح القروض لعملاء آخرين.

٢- تمثل الودائع الجزء الأكبر من مصادر تمويل البنك التجاري وخاصة الودائع الجارية، في حين تمثل حقوق الملكية جزءا ضئيلاً.

٣- يخضع نشاط البنك التجاري لقيود قانونية وعرفية فيما يتعلق بضرورة الاحتفاظ بقدر معين من السيولة.

٤- تسعى الإدارة الواعية للبنك التجاري إلى تحقيق هدف السيولة والربحية، ولكنها تعطي الأولوية الأولى لتحقيق هدف السيولة نظرا لطبيعة المصادر

التمويلية السابق ذكرها بالإضافة إلى القيود القانونية والعرفية.

٥- تمثل الأصول الثابتة والخاصة بمتطلبات التشـغيل نسبة منخفضة من إجمالي أصول البنك.

ومن خلال الحقائق المذكورة فقد قمنا بإعـادة تصـنيف قائمة المركز المالي للبنك التجاري على النحو الآتي:

قائمة المركز المالي لبنك تجاري بعد إعادة تصنيفها

الأصول	خصوم ورأس مال
نقدية بخزائن البنك ذهب وعملات أجنبية أرصدة لدى البنك المركزي أرصدة لدى البنوك أوراق مالية حكومية أذون خزانة شيكات وحوالات وكوبونات أوراق مالية تحت التحصيل أوراق تجارية مخصومة ٣ شهور	رأس المال المدفوع الاحتياطيات أرباح محتجزة إجمالي حقوق ملكية ± أرباح أو خسائر مرحلة صافي حقوق ملكية حسابات جارية متقلبة أرصدة مستحقة للبنوك ودائع صندوق التوفير شيكات وحوالات مستحقة الدفع مبالغ مقترضة بضمان الأصول
إجمالي أصول سائلة - (القروض بضمان الأصول السائلة)	

الأصول	خصوم ورأس مال
صافي أصول سائلة	إجمالي خصوم سائلة
قروض وسلفيات	ودائع لأجل
أوراق مالية غير حكومية	ودائع جارية راسخة
أوراق تجارية مخصومة لأكثر من ٣ شهور	ودائع بإخطار سابق
جملة التوظيف	إجمالي خصوم طويلة الأجل
أصول ثابتة	
- (مخصص إهلاك)	
صافي أصول ثابتة	
أصول أخرى	خصوم أخرى
إجمالي أصول	إجمالي خصوم ورأس المال

ولتأكيد المفاهيم المذكورة، فسـوف نبـدأ فـي التطبيـق العملي، من خلال الدراسة التحليلية للقوائم الماليـة لإحـدى الشركات الصناعية، وهي شركة مساهمة بدأت النشاط فـي بداية عام ١٩٨٠، مع التأكيد على أنها حالة افتراضية.

وفيما يلي البيانات والمعلومات والتي يفترض أنها أتيحت لنا من خلال إدارة الشركة، بعد استدعائنا لدراسـة وتحليـل مركزها المالي المتدهور، والتي يمكن أن نوجزها في قائمـة

المركز المالي (الميزانية العمومية) بالإضـافة إلـى قائمـة الدخل.

ولإمكانية تحليل الموقف التاريخي للشركة والذي نطـق عليه التحليل الأفقي أو الاتجاهي، فقد تـم الحصـول علـى البيانات المذكورة لمدة ثلاث سنوات متتالية من عـام ١٩٨٧ وحتى عام ١٩٨٩ بيانها كالآتي:

جدول رقم (٣)

بيان بقائمة المركز المالي المقارن للشركة (ص)

الصناعية في الفترة من ٨٧ - ١٩٨٩

بيـــان / سنـــوات	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
أراضٍ	١٥٠٠	١٥٠٠	١٥٠٠
مبانٍ	٧٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠
آلات ومعدات	٧٠٠	١٠٠٠	١٥٠٠
أثاث	٣٠٠	٥٠٠	٥٠٠
وسائل نقل	٦٠٠	٨٠٠	١٠٠٠
مشروعات تحت التنفيذ	١٠٠	٦٠	٥٠٠
نقدية بالصندوق	١٢٠	١٠٠	٨٠
نقدية بالبنوك	٢٠٠	١٠٠	٢٠
أوراق قبض	١٢٠	٥٠٠٠	٤٠٠
حسابات مدينة	٩٠٠٠	١٢٠٠	٢٠٠٠
استثمارات أوراق مالية	٦٠	١٥٠	-

سنـــوات بيـــــان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
مخزون	٦٠٠	١٠٥٠	١٥٠٠
مصروفات مقدمة	١٠٠	٤٠	-
رأس مال مدفوع	٢٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠
احتياطيات	٥٠٠	٣٠٠	٢٠٠
أرباح محتجزة	١٦٧	١٨٣	١٨٣
مجمع إهلاك أصول ثابتة	٣٧٠	٨١٧	١٢١٧
قروض طويلة الأجل	٧٠٠	١١٠٥	١٥٠٠
سندات	٢٤٣	٢٠٠	-
مخصص ديون مشكوك فيها	١٢٠	٣٠٠	١٠٠
مخصص ضرائب متنازع عليها	٢٠	-	٢٠
خصوم مستحقة	١٧٠	١٠٥	٢٩٧
دائنون	٩٠٠	١٠٠٠	١٥٠٠
أوراق دفع	٥٠٠	٤٠٠	١٠٠٠
قروض قصيرة الأجل	٣٠٠	١٥٩٠	١٩٨٣

جدول رقم (٤)

بيان بقائمة الدخل المقارن للشركة (ص)

من ١٩٨٧ - ١٩٨٩

سنـــوات / بيـــان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
قيمة المبيعات	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
أجور عمال إنتاج	١٠٠٠	١٠٠٠	٨٠٠
أجور عمال خدمات	١٨٠٠	١٨٢٠	١٨٢٠
مواد خام ومستلزمات إنتاج	١٢٩٠	١٤٠٠	٨٠٠
مصروفات صيانة دورية	١٦٠	١٧٠	١٧٠
مصروفات صيانة تشغيلية	١٠٠	٥٠	١٠٠
طاقة محركة	١٢٠٠	١٣٠٠	٨٥٠
إهلاك	٢٤٠	٣٣٠	٤٠٠
مصروفات إدارية	١٥٠٠	١٦٠٠	١٦٠٠
مواد تعبئة وتغليف	٥٠٠	٣٥٠	١٩٠
فوائد تمويل	٢١٠	٥٣٠	٦٦٠
أجور عمال بيع	١٠٠٠	١٢٠٠	١١٠
مصروفات دعاية وإعلان	١٠٠	١٠٠	١٠٠
إجمالي تكاليف تشغيل	٨٨٩٠	٩٣٢٠	٨٤٠٠

وانطلاقًا مما سبق أن ذكرناه من ضرورة التعايش التـام مع نشاط المنشأة موضع التحليل، والإحاطة الكاملة بالظروف الخاصة والبيئية التي تعمل في إطارها، في محاولة تستهدف

بلورة المعلومات المتاحة من خلال القوائم المالية. وتوضـيح مدلولاتها لتقييم الماضـي، واسـتطلاع المسـتقبل، وذلـك بتشخيص الظواهر أو المشاكل، ومحاولـة التوصـل إلـى مسبباتها الحقيقية، وإيجاد الحلول العملية المناسبة لمواجهتها، فقد تبين ما يلي:

١- أن رأس مال الشركة يتكون من إصدارات لأسـهم عادية بسعر ٥٠٠ جنيه للسهم الواحد كقيمة اسمية.

٢- أن سياسة توزيع الأرباح المطبقـة فـي الشـركة تتماشى مع ما نص عليه قانون الشركات المسـاهمة في هذا الشأن بتوزيع ٨٥% من الأربـاح القابلـة للتوزيع على المسـاهمين، واحتجـاز ١٥% مـن قيمتها.

٣- لم يطرأ على سعر بيع الوحدة من منتجات المشروع أي تغيير خلال فترة التحليل وهو ٤٠ جنيه للوحدة.

٤- أن ٢٠% من المواد الخام ومستلزمات الإنتاج يـتم استيرادها من الخارج بالعملة الأجنبية (دولار) على أساس سعر السوق الحرة. الأمر الذي انعكس فـي التزايد المستمر في تكلفة هذه العناصر.

٥- أن القروض التي تحصل عليها الشركة لتمويل استثماراتها، تتركز في بنك واحد بسعر فائدة ١٦%.

٦- تتعرض الشركة لمشاكل الارتفاع المتزايد لأسعار القوى المحركة من الكهرباء والوقود.

٧- أنه ابتداء من منتصف عام ١٩٨٨ بدأت الشركة تواجه مصاعب تسويقية لمنتجاتها، بسبب فتح باب الاستيراد من جهة الدولة، للمنتجات المنافسة لمنتجات الشركة.

٨- أنه بالدراسة التحليلية للمخزون يتبين ما يلي:

١/٨: أن هناك مخزون منتجات تامة الصنع راكدة بمخازن الشركة قدرها، ٥٠ ألف جنيه، ١٠٠ ألف جنيه، و١٠٠ ألف جنيه للسنوات الثلاث على التوالي.

٢/٨: أن هناك مخزون مخلفات ناتجة من العمليات الإنتاجية وغير قابل لإعادة الاستخدام في عمليات التشغيل قيمته ٢٥ ألف جنيه، ٣٠ ألف جنيه، ٤٠ ألف جنيه للسنوات الثلاث على التوالي.

٣/٨: أن مخزون قطع الغيار الزائد عند احتيـاج السـنة المالية قيمته ١٥ ألف جنيه، ٢٠ ألف جنيه، ٢٥ ألف جنيه للسنوات الثلاث على التوالي.

٩- أنه بإعادة تقييم أصول الشركة في نهاية عام ١٩٨٩ فقد تأكد أن قيمتها السوقية تمثل ٧٠% من قيمتهـا الدفترية.

ومن خلال استعراض البنود المذكورة، وخاصـة البنـد الأخير منها، يتأكد أننا في مواجهة مشكلة فشل مالي حقيقـي للشركة (ص) موضع البحث والتحليل. وعلـى ذلـك فمـن المنطقي أن نبدأ بالخطوة الأولى من الخطوات الأربع السابق تحديدها والمتعلقة بالتشخيص الدقيق لأبعاد مشـكلة الفشـل المالي وما ينتج عنها من ظواهر مختلفة، وذلك مـن خـلال تطبيق البرنامج التحليلي المقترح، والذي يتكون من خمسـة مراحل فرعية.

ويتعلق الأمر هنا بإعادة تجهيز كل من قائمـة المركـز المالي للشركة (ميزانية عمومية) وكذلك قائمة الدخل لخدمـة أغراض التحليل والذي يتمثل في الآتي:

(أ) إعادة تجهيز قائمة المركز المالي

جدول رقم (٥)

بيان بقائمة المركز المالي المقارن للشركة (ص) بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل

سنـــــوات / بيـــــان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
أراض	١٥٠٠	١٥٠٠	١٥٠٠
إجمالي أصول ثابتة	٢٣٠٠	٣٣٠٠	٤٠٠٠
(مخصص إهلاك)	(٣٧٠)	(٨١٧)	(١٢١٧)
صافي أصول ثابتة	١٩٣٠	٢٤٨٣	٢٧٨٣
أصول ثابتة	٣٤٣٠	٣٩٨٣	٤٢٨٣
مخزون	٥١٠	٩٠٠	١٣٣٥
حسابات مدينة (عملاء)	٩٠٠	١٢٠٠	٢٠٠٠
(- مخصص ديون مشكوك فيها)	(١٢٠)	(٣٠٠)	(١٠٠)
صافي عملاء	٧٨٠	٩٠٠	١٩٠٠
أوراق قبض	١٢٠	٥٠٠	٤٠٠
استثمارات أوراق مالية	٦٠	١٥٠	-
نقدية بالصندوق والبنوك	٣٢٠	٢٠٠	١٠٠
أصول متداولة	١٧٩٠	٢٦٥٠	٣٧٣٥
مشروعات تحت التنفيذ	١٠٠	٦٠	٥٠٠
مخزون راكد	٥٠	١٠٠	١٠٠
مخزون مخلفات	٢٥	٣٠	٤٠
مخزون قطع غيار	١٥	٢٠	٢٥
مصروفات مقدمة	١٠٠	٤٠	-
أصول شبه ثابتة	٢٩٠	٢٥٠	٦٦٥
إجمالي أصول	٥٥١٠	٦٨٨٣	٨٦٨٣

ســـــوات / بيـــــان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
رأس مال مدفوع	٢٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠
احتياطيات	٥٠٠	٣٠٠	٢٠٠
أرباح محتجزة	١٦٧	١٨٣	١٨٣
حقوق ملكية	٢٦٦٧	٢٤٨٣	٢٣٨٣
قروض طويلة الأجل	٧٠٠	١١٠٥	١٥٠٠
سندات	٢٤٣	٢٠٠	-
خصوم طويلة الأجل	٩٤٣	١٣٠٥	١٥٠٠
مخصص ضرائب متنازع عليها	٣٠	-	٢٠
خصوم مستحقة	١٧٠	١٠٥	٢٩٧
دائنون	٩٠٠	١٠٠٠	١٥٠٠
أوراق دفع	٥٠٠	٤٠٠	١٠٠٠
قروض قصيرة الأجل	٣٠٠	١٥٩٠	١٩٨٣
خصوم قصيرة لأجل	١٩٠٠	٣٠٩٥	٤٨٠٠
إجمالي خصوم ورأس مال	٥٥١٠	٦٨٨٣	٨٦٨٣

وبتفحص القوائم السابقة يتبين أنها تعكس إجراءين قمنـا بهما في ذات الوقت وهما:

الأول: إعادة ترتيب القوائم المالية للشركة (ص) والذي يعني إظهار تلك القوائم بالشكل الذي يعكس طبيعة نشاط الشركة الصناعي، والذي يبدأ من طبيعة استثماراتها (الأصول بالمفهوم المحاسبي) حيث يتم التركيز على الاستثمارات الثابتة أو طويلة الأجل كمصدر أساسي للإنتاج والمبيعات والأرباح، مع انخفاض درجة التركيز النسبي على الاستثمارات العاملة (الأصول المتداولة)، وفي نفس الاتجاه تتأثر بالتبعية طبيعة العمليات التمويلية (الخصوم ورأس المال بالمفهوم المحاسبي)، حيث يستلزم الأمر ضرورة تزايد الوزن النسبي لمصادر التمويل قصيرة الأجل (خصوم متداولة).

وبناء على ما سبق تم البدء بعرض الأصول الثابتة ثم الأصول المتداولة (رأس المال العامل) وأخيرا الأصول الأخرى أو شبه الثابتة، هذا بالنسبة لإعادة ترتيب جانب الأصول، مع التأكيد على عرض المحتويات التفصيلية

لعناصر رأس المال العامل من حيث البدء بعرض العناصـر الأقل سيولة والانتهاء بأكثرها سيولة.

ومن المنطقي أن تطبق نفس الأسس بالنسبة للمشروعات الخدمية، في حين يختلف الأمر تماما عنـد عـرض قـوائم المركز المالي للشركات ذات النشاط التجاري.

الثاني: إعادة تصنيف قوائم المركز المالي للشركة والتي قمنا بها من خلال ما يلي:

١- تم إظهار الأصول الثابتة الخاضعة للإهلاك (مبانٍ – آلات ومعدات – أثـاث – وسـائل نقـل) بقيمتهـا الصافية بعد استبعاد ما يقابلها من مجمـع إهـلاك، وإضافة قيمة الأراضي إليها، لكي نحصـل علـى مجموعة الأصول الثابتة.

٢- تم استبعاد المشروعات تحت التنفيذ مـن الأصـول الثابتة، وضمها إلى الأصول الأخرى، ونظرا لكونها غير جاهزة للاستخدام الفعلي داخل الشركة حيـث إنها تتكون من تكوين سلعي يتمثل في آلات ومعدات لم تهيأ بعـد للاسـتخدام، بالإضـافة إلـى إنفـاق

استثماري، والذي يعكس دفعات مقدمة لشراء آلات ومعدات لم ترد بعد.

٣- بالنسبة للمخزون كأحد عناصر الأصول المتداولـة (رأس المال العامل)، فقد قمنا بما يلي:

١/٣: تم استبعاد الجزء الراكد من مخزون المنتجات تامـة الصنع، وذلك لعدم قابليته للتحويل إلى الشكل النقدي في مدة لا تزيد عن السنة، وبدون خسارة في قيمته. وبالتالي ترحيله إلى مجموعة الأصول الأخرى.

٢/٣: تم استبعاد مخزون المخلفات الناتجة مـن العمليـات الإنتاجية والغير قابلة لإعادة الاستخدام مـن قيمـة المخزون المحاسبية، وذلك نظـرا لعـدم ارتباطهـا بدورة رأس المال العامل الطبيعية بالشركة، وذلـك على الرغم من إمكانية بيعها بسعر يفوق تكلفتها.

٣/٣: وأخيرا تم استبعاد مخزون قطع الغيار والزائـد عـن احتياج السنة المالية موضع التحليل وترحيلهـا إلـى مجموعة الأصول الأخرى، وذلك نظرا لعدم ارتباطه بدورة رأس المال العامل الطبيعية بالشركة.

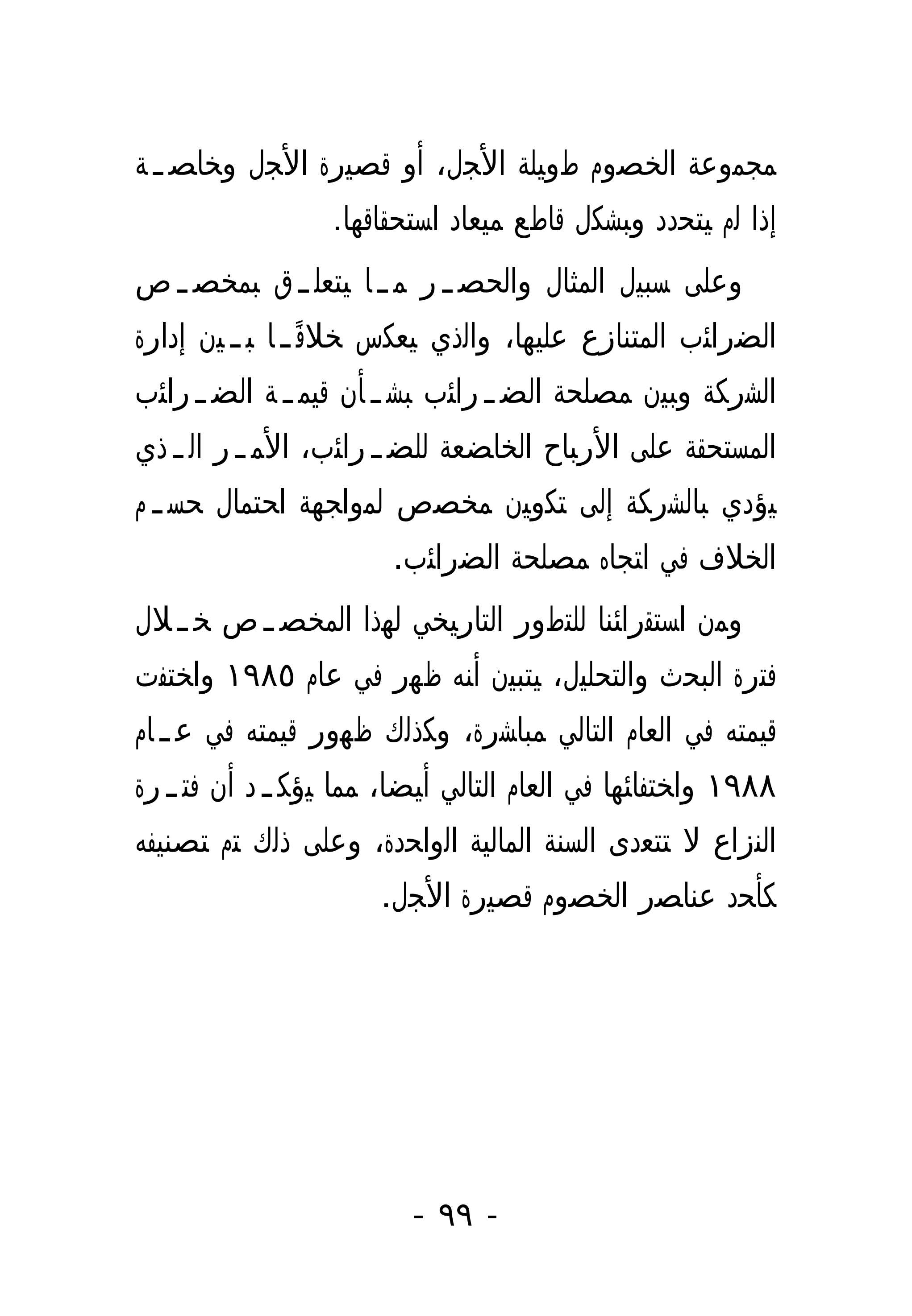
٤- تم التأكد من أن الرصيد المحاسبي للحسابات المدينة يعكس بكامل قيمته تعاملات الشـركة الآجلـة فـي المنتجات تامة الصنع، وبالتالي تم الإبقـاء عليهـا ضمن عناصر رأس المال العامل، مع إظهار ذلـك الرصيد بقيمته الصافية بعد استبعاد مخصص الديون المشكوك في تحصيلها.

٥- تم التأكد من أن الرصيد المحاسـبي لاسـتثمارات الأوراق المالية، يعكس سياسة اسـتثمارية قصـيرة الأجل؛ لأنها استثمارات فـي أوراق ماليـة جيـدة؛ ولذلك تم الإبقاء عليها ضمن عناصر رأس المـال العامل.

* بالنسبة لجانب الخصوم ورأس المال:

تأكيدا لما سبق ذكره، من حيث سهولة إعادة تصنيف هذا الجانب من جانبي الميزانية العمومية، حيث يعكس التزامات المنشأة تجاه ملاكها ودائنيها (طويلة وقصيرة الأجل) وذلـك بتجميعها في ثلاث مجموعات.

والواقع أن الصعوبة هنا تنحصر فـي تصـنيف بعـض عناصر الالتزامات الخارجية، ومدى منطقية ضـمها إلـى



مجموعة الخصوم طويلة الأجل، أو قصيرة الأجل وخاصة إذا لم يتحدد وبشكل قاطع ميعاد استحقاقها.

وعلى سبيل المثال والحصر ما يتعلق بمخصص الضرائب المتنازع عليها، والذي يعكس خلافًا بين إدارة الشركة وبين مصلحة الضرائب بشأن قيمة الضرائب المستحقة على الأرباح الخاضعة للضرائب، الأمر الذي يؤدي بالشركة إلى تكوين مخصص لمواجهة احتمال حسم الخلاف في اتجاه مصلحة الضرائب.

ومن استقرائنا للتطور التاريخي لهذا المخصص خلال فترة البحث والتحليل، يتبين أنه ظهر في عام ١٩٨٥ واختفت قيمته في العام التالي مباشرة، وكذلك ظهور قيمته في عام ١٩٨٨ واختفائها في العام التالي أيضا، مما يؤكد أن فترة النزاع لا تتعدى السنة المالية الواحدة، وعلى ذلك تم تصنيفه كأحد عناصر الخصوم قصيرة الأجل.

(ب) إعادة تجهيز قائمة الدخل للشركة (ص) لخدمة أغراض التحليل:

الواقع إن إعادة تجهيزنا لقائمة الدخل لخدمـة أغـراض التحليل، تعتمد على ضرورة تقسيم عناصر تكاليف التشـغيل إلى ثابتة ومتغيرة، حيث تتصف الأولى بالثبات داخل حـدود معينة من معدلات الإنتاج حيث ينخفض نصيب الوحدة مـن المصروفات الثابتة كلما زاد حجم الإنتـاج، ومـن أمثلتهـا مرتبات الجهاز الإداري – الإهلاك – التأمين – مصروفات الإعلان – أجور عمال الخـدمات – مصـروفات الصـيانة الدورية – أجور عمال البيع... إلـخ. فـي حـين تتصـف التكاليف المتغيرة بالثبات بالنسبة للوحدة الواحدة فقـط، فـي حين أن إجمالي قيمتها يتجه نحو التزايد مـع تزايـد حجـم الإنتاج، وبنفس النسبة، ومن أمثلتها تكلفة العمالة المباشـرة (عمالة الإنتاج) – المـواد الخـام ومسـتلزمات الإنتـاج – مصروفات الصيانة التشغيلية – الطاقة المحركة – تكـاليف التعبئة والتغليف وعمولات البيع... إلخ.

وليس هناك ما يمنع من مواجهة المحال لبعض عناصـر التكاليف والتي يصعب توظيفها فيمـا إذا كانـت ثابتـة أو

متغيرة، ولكننا وفي التحليل النهائي نرى أن هناك ضـرورة حتمية لاتباع هـذه العناصـر إلـى أي مـن المجمـوعتين الأساسيتين.

ونعرض فيما يلي لقائمة الدخل بعـد إعـادة تجهيزهـا للتحليل، طبقًا للمفاهيم والأسس المذكورة.

جدول رقم (٦)

بيان بقائمة الدخل المقارنة للشركة (ص)

بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل

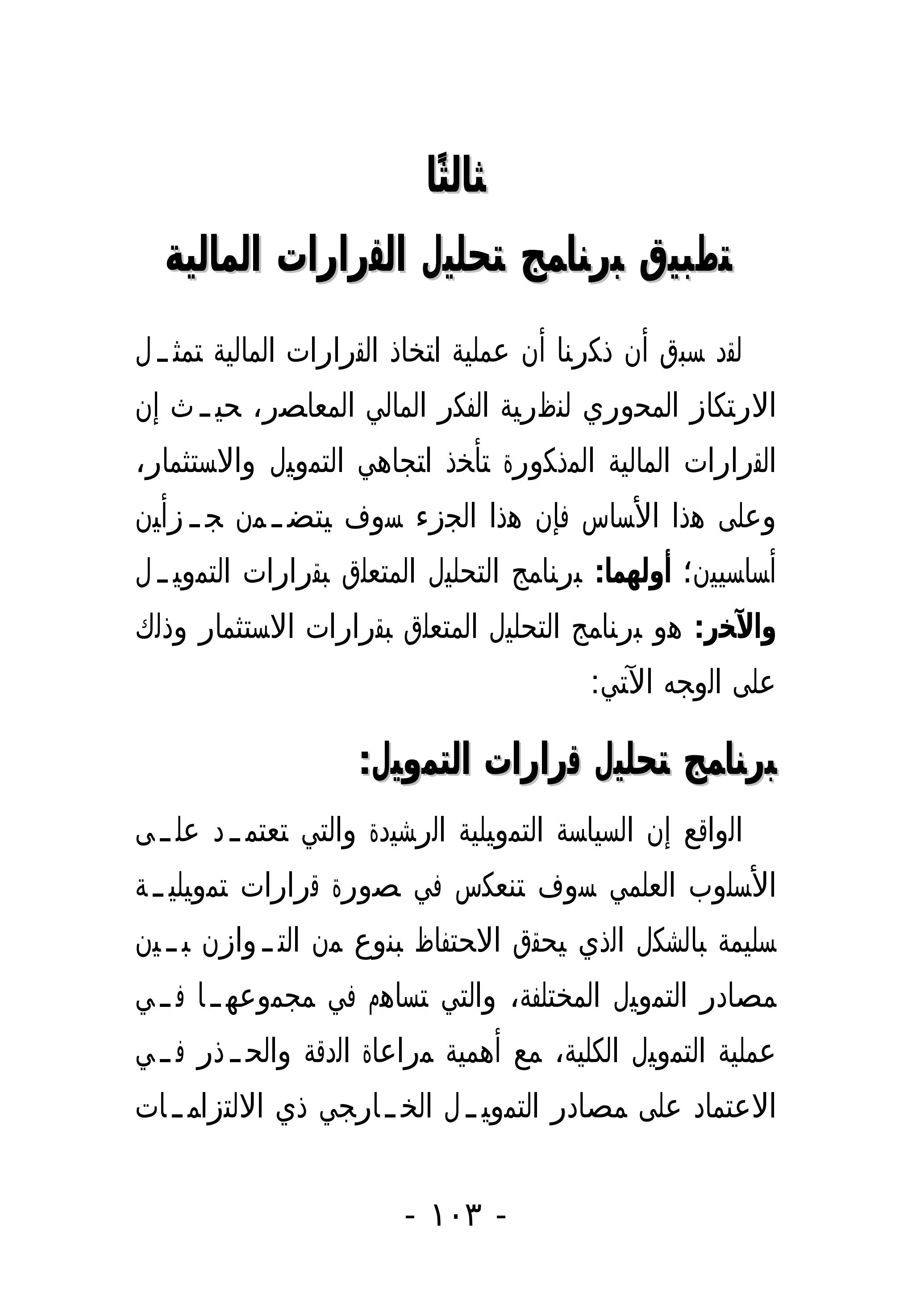
(القيمة بالألف جنيه)

السنـــوات / بيـــان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
قيمة المبيعات	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
أجور عمال خدمات	١٨٠٠	١٨٢٠	١٨٢٠
مصروفات صيانة دورية	١٦٠	١٧٠	١٧٠
إهلاك	٢٤٠	٣٣٠	٤٠٠
مصروفات إدارية	١٥٠٠	١٦٠٠	١٦٠٠
أجور دعاية وإعلان	١٥٠٠	١٢٠٠	٩١٠
	١٠٠	١٠٠	١٠٠
تكاليف تشغيل ثابتة	٥٣٠٠	٥٢٢٠	٥٠٠٠
أجور عمال إنتاج	١٢٠٠	١٠٠٠	٨٠٠
مواد خام ومستلزمات إنتاج	١٥٩٠	١٤٠٠	٨٠٠
مصروفات صيانة تشغيلية	١٠٠	٥٠	١٠٠
طاقة محركة	١٢٠٠	١٣٠٠	٨٥٠

بيـــــان / السنـــــوات	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
مواد تعبئة وتغليف	٥٠٠	٣٥٠	١٩٠
تكاليف تشغيل متغيرة	٤٥٩٠	٤١٠٠	٢٧٤٠
إجمالي تكاليف تشغيل	٨٨٩٠	٩٣٢٠	٧٧٤٠
صافي ربح تشغيل	١١١٠	٦٨٠	٢٦٠
- فوائد تمويل	(٢١٠)	(٥٣٠)	(٦٦٠)
صافي ربح قبل الضرائب	٩٠٠	١٥٠	(٤٠٠)
- ضرائب	(٢٧٠)	(٤٥)	-
صافي ربح قابل للتوزيع	٦٣٠	١٠٥	-
أرباح محتجزة	٩٥	١٦	-
توزيعات أرباح	٥٣٥	٨٩	-

وهنا نذكر القارئ بأننا ما زلنا في مجال الخطوة الأولـى من الخطوات الأربعة المكونة لمنهجية البحث العلمي لمشكلة الفشل المالي للمشروعات، حيث سبق أن أكدنا على أن هـذه الخطوة الأولى – والمتعلقة بالتشخيص الدقيق لأبعاد مشـكلة الفشل المالي في الشركة (ص) موضع التحليـل – تتضـمن خمسة مراحل فرعية متتابعة.

وعلى ذلك نصبح الآن في مجال عرض المرحلة الفرعية الثانية والمتعلقة بتطبيق برنامج تحليل القرارات المالية وذلك على الوجه التالي:



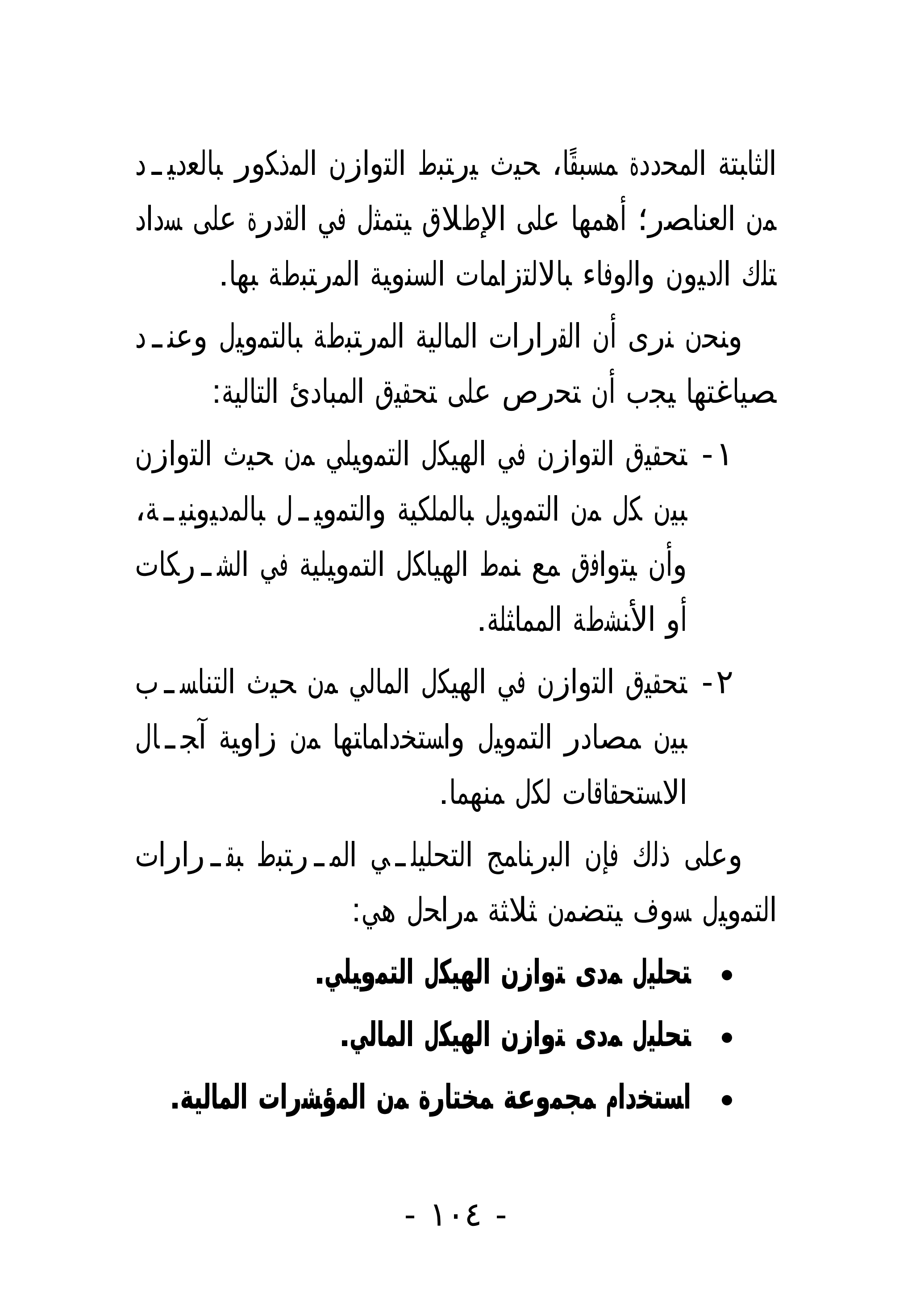
ثالثًا

تطبيق برنامج تحليل القرارات المالية

لقد سبق أن ذكرنا أن عملية اتخاذ القرارات المالية تمثل الارتكاز المحوري لنظرية الفكر المالي المعاصر، حيث إن القرارات المالية المذكورة تأخذ اتجاهي التمويل والاستثمار، وعلى هذا الأساس فإن هذا الجزء سوف يتضمن جزأين أساسيين؛ **أولهما:** برنامج التحليل المتعلق بقرارات التمويل **والآخر:** هو برنامج التحليل المتعلق بقرارات الاستثمار وذلك على الوجه الآتي:

برنامج تحليل قرارات التمويل:

الواقع إن السياسة التمويلية الرشيدة والتي تعتمد على الأسلوب العلمي سوف تنعكس في صورة قرارات تمويلية سليمة بالشكل الذي يحقق الاحتفاظ بنوع من التوازن بين مصادر التمويل المختلفة، والتي تساهم في مجموعها في عملية التمويل الكلية، مع أهمية مراعاة الدقة والحذر في الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي ذي الالتزامات



الثابتة المحددة مسبقًا، حيث يرتبط التوازن المذكور بالعديد من العناصر؛ أهمها على الإطلاق يتمثل في القدرة على سداد تلك الديون والوفاء بالالتزامات السنوية المرتبطة بها.

ونحن نرى أن القرارات المالية المرتبطة بالتمويل وعند صياغتها يجب أن تحرص على تحقيق المبادئ التالية:

١- تحقيق التوازن في الهيكل التمويلي من حيث التوازن بين كل من التمويل بالملكية والتمويل بالمديونية، وأن يتوافق مع نمط الهياكل التمويلية في الشركات أو الأنشطة المماثلة.

٢- تحقيق التوازن في الهيكل المالي من حيث التناسب بين مصادر التمويل واستخداماتها من زاوية آجال الاستحقاقات لكل منهما.

وعلى ذلك فإن البرنامج التحليلي المرتبط بقرارات التمويل سوف يتضمن ثلاثة مراحل هي:

- **تحليل مدى توازن الهيكل التمويلي.**
- **تحليل مدى توازن الهيكل المالي.**
- **استخدام مجموعة مختارة من المؤشرات المالية.**

تحليل مدى توازن الهيكل التمويلي

مفهوم هيكل التمويل Financing Structure:

يرتبط اصطلاح الهيكل التمويلي بالجانب الأيسر من الميزانية العمومية لأي منشأة، حيث يعني وصفًا تفصيليا لمصادر التمويل من حيث النسبة المئوية لكل عنصر من عناصر المصادر بالنسبة لجملتها، وبمفهوم أكثر تحديدا لهيكل التمويل "إنه يعبر عن المكونات التفصيلية معبرا عنها في صورة نسب مئوية لمصادر التمويل التي تم الحصول عليها لتمويل – استثمارات المنشأة المختلفة والتي تتمثل في الجانب الأيمن من الميزانية العمومية للمنشأة، ويستلزم الأمر ضرورة النظر إلى هيكل التمويل على أنه خليط من مصادر مختلفة وليس مجموعا حسابي لقيمتها؛ وذلك لأن الفصل بين العناصر المكونة للمزيج التمويلي يتم بشكل دفتري فقط، في حين أن الفصل الفعلي بين تلك المصادر يبدو مستحيلاً من الناحية العلمية، ومثال ذلك حتمية النظر إلى كوب من الشاي بعد إعداده على أنه خليط من عناصر ثلاثة وبنسب مختلفة متمثلة في الماء والسكر والشاي، حيث إن النظر إلى هذا الكوب على أنه مجموع العناصر الثلاثة يعني بالضرورة

إمكانية القيام بإعادة فصل العناصر عن بعضها وهو الأمر الغير قابل للتنفيذ العملي، ومن خلال المنطق المذكور فيمكننا الدفاع عن وجهة نظرنا الخاصة بضرورة النظر إلى الجانب الأيسر من الميزانية على أنه خليط تمويلي من عدة مصادر مختلفة تقوم بتمويل الاستثمارات المقابلة على هذه الصورة وليست بصورة منفردة.

وفي هذا المجال نؤكد على أن هناك اختلافات واضحة بين مفهوم الهيكل التمويلي الذي تم توضيحه وبين اصطلاحات تمويلية أخرى تنحصر في هيكل رأس المال وهيكل الأصول والهيكل المالي، حيث إن الكثير من الكتاب يستخدمون الاصطلاحات المذكورة كاصطلاحات مرادفة لاصطلاح هيكل التمويل، الأمر الذي يبرر ضرورة توضيح أوجه الاختلافات فيما بينها، وذلك على الوجه الآتي:

مفهوم هيكل رأس المال Capital Struture**:**

يرتبط مفهوم هيكل رأس المال بمكونات التمويل طويل الأجل في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، وهنا ينظر البعض إلى التمويل طويل الأجل على أنه لا يخرج عن دائرة حقوق المساهمين، في حين ينظر البعض الآخر إلى

التمويل طويل الأجل على أنه حقوق المساهمين والالتزامات طويلة الأجل، وبذلك تتسع دائرة هيكل رأس المال، في حين أننا نتفق مع اتجاه ثالث [١] باعتبار التمويل الدائم والمكـون لهيكل رأس المال متمثلاً في الخليط المكـون مـن حقـوق المساهمين ومصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل والجزء الدائم من المصادر الخارجية قصيرة الأجل.

وبناء على ذلك فمن الواضح أن هيكـل التمويـل أكثـر شمولاً من هيكل رأس المال.

مفهوم هيكل الأصول Assets Struture:

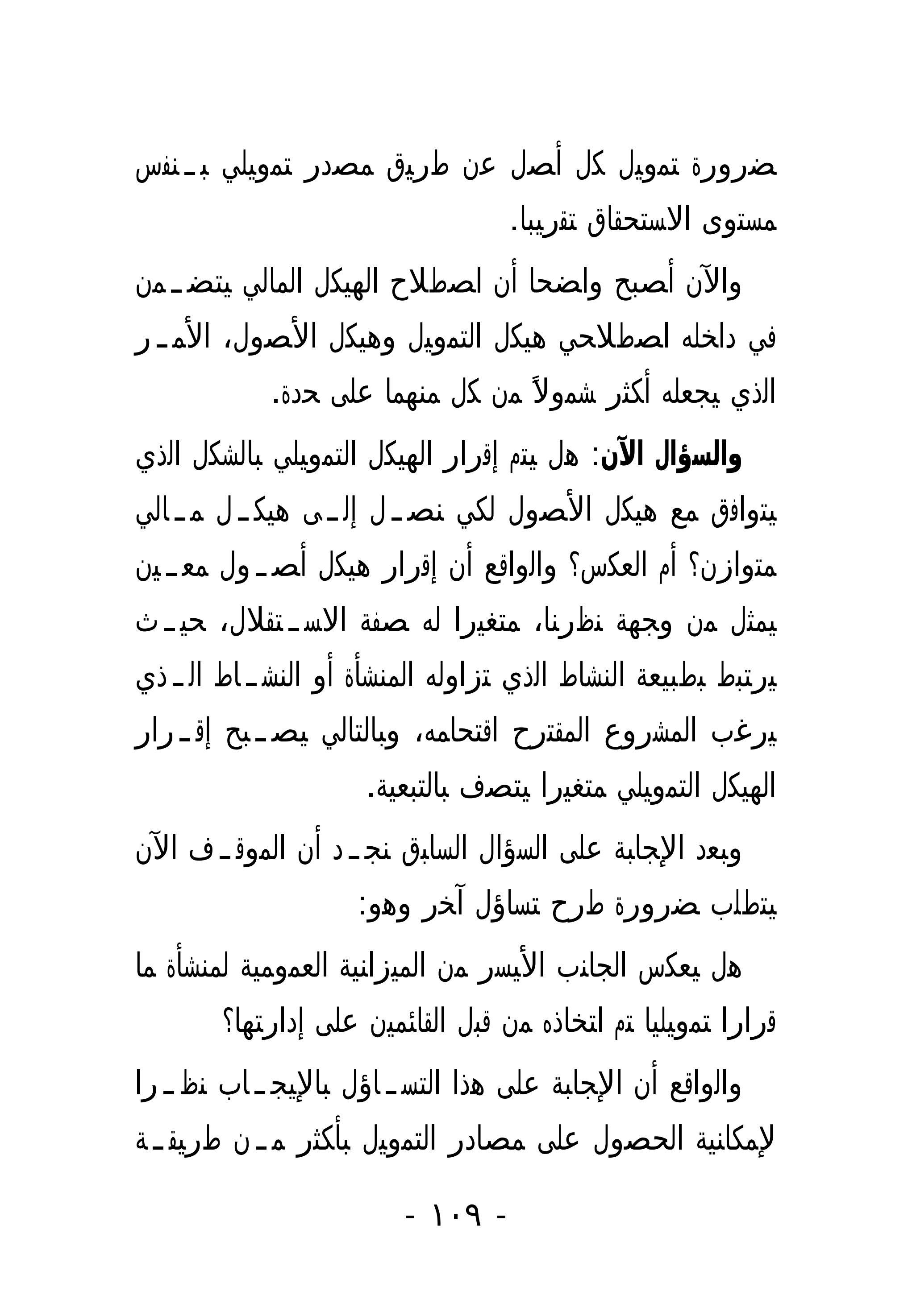
يرتبط اصطلاح هيكل الأصول بالجانـب الأيمـن مـن الميزانية العمومية، حيث يعبر عـن المكونـات التفصـيلية لأصول المنشأة من حيث توزيع الاستثمارات الإجمالية على كل من الأصول الثابتة ورأس المال العامل والتـي تـرتبط بطبيعة النشاط الاستثماري التي تعمل بـه المنشـأة، حيـث تختلف الأنشطة الاقتصادية فيما بينهـا مـن حيـث هيكـل الأصول الواجب إقراره، فـإذا نظرنـا إلـى المشـروعات

(1) د. سيد الهواري، مرجع سبق ذكره، ص٢٠٥.

الصناعية والتي تتمثل طاقتها الإنتاجية والبيعية في الأصول الثابتة، فمن المنطقي أن هيكل الأصول هنا سـوف يتكـون بالدرجة الأولى من الأصول الثابتـة وكـذلك المشـروعات الزراعية والخدمية، في حين أن المشروعات التجارية والتي تتمثل طاقتها البيعية والربحية في أصولها المتداولـة، فمـن المنطقي أن يتكون هيكل أصولها وبالدرجة الأولى من رأس المال العامل وبدرجة أقل من الأصول الثابتة.

مفهوم الهيكل المالي Finanial Struture:

الواقع إن اصطلاح الهيكل المـالي مـن الاصـطلاحات التمويلية الغير مستخدمة في الكتب والمراجـع المتخصصـة وذلك بالمفهوم الوارد هنا حيث يستخدم هذا الاصطلاح فقـط للتعبير عن ذات المفهوم المرتبط بالهيكل التمـويلي، إلا أن المفهوم المستخدم هنا لاصطلاح الهيكل المالي هو التعبيـر عن مكونات كل من هيكل التمويل وهيكل الأصول ومـدى التوافق بينهما فيما يتعلق بآجال الاستحقاقات وطول الفتـرة الزمنية للاستثمار، والذي يعبر عنه في صـورة اصـطلاح آخر وهو منهج التغطية Headging approach والذي يعنـي



ضرورة تمويل كل أصل عن طريق مصدر تمويلي بنفس مستوى الاستحقاق تقريبا.

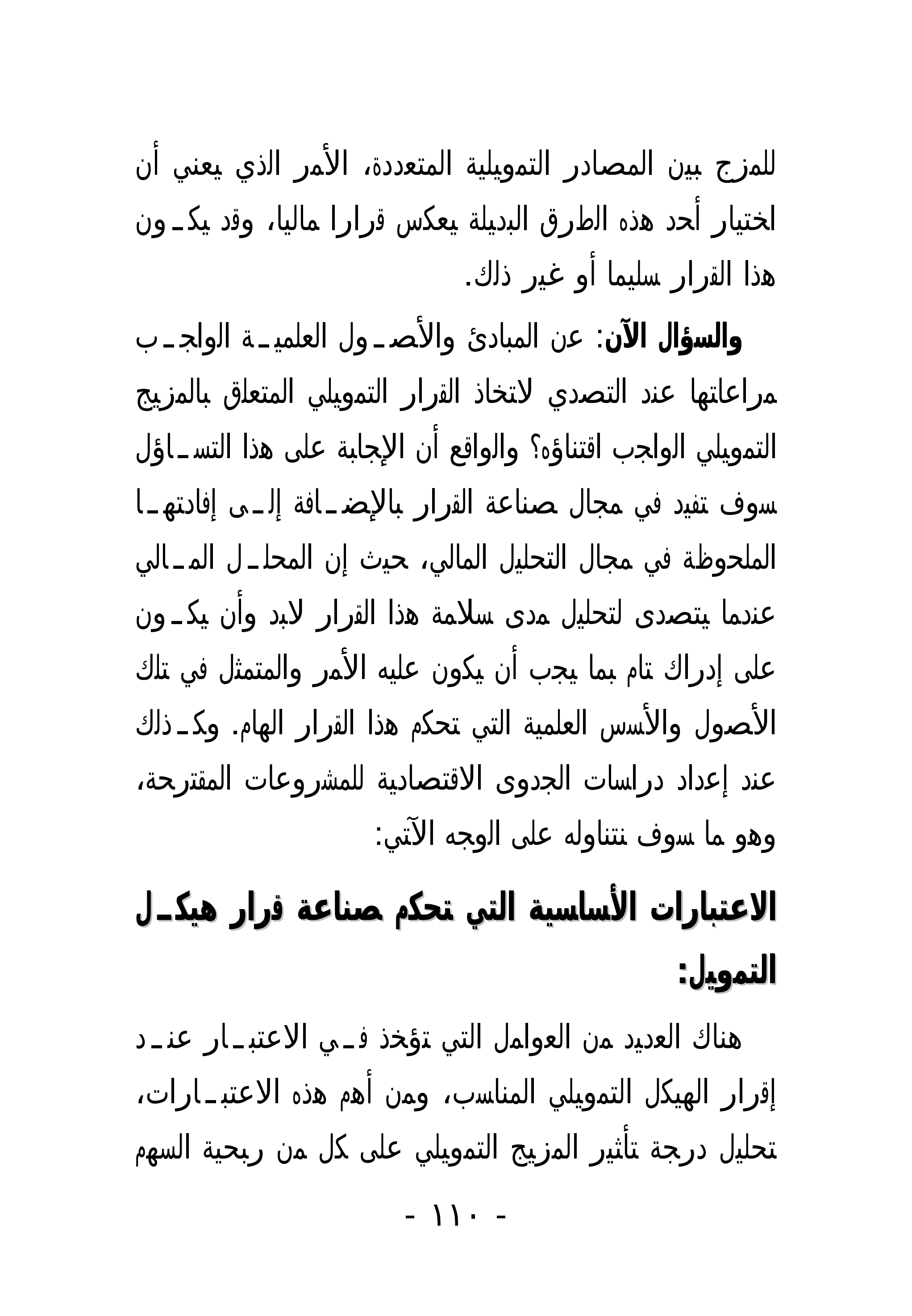
والآن أصبح واضحا أن اصطلاح الهيكل المالي يتضمن في داخله اصطلاحي هيكل التمويل وهيكل الأصول، الأمر الذي يجعله أكثر شمولاً من كل منهما على حدة.

والسؤال الآن: هل يتم إقرار الهيكل التمويلي بالشكل الذي يتوافق مع هيكل الأصول لكي نصل إلى هيكل مالي متوازن؟ أم العكس؟ والواقع أن إقرار هيكل أصول معين يمثل من وجهة نظرنا، متغيرا له صفة الاستقلال، حيث يرتبط بطبيعة النشاط الذي تزاوله المنشأة أو النشاط الذي يرغب المشروع المقترح اقتحامه، وبالتالي يصبح إقرار الهيكل التمويلي متغيرا يتصف بالتبعية.

وبعد الإجابة على السؤال السابق نجد أن الموقف الآن يتطلب ضرورة طرح تساؤل آخر وهو:

هل يعكس الجانب الأيسر من الميزانية العمومية لمنشأة ما قرارا تمويليا تم اتخاذه من قبل القائمين على إدارتها؟

والواقع أن الإجابة على هذا التساؤل بالإيجاب نظرا لإمكانية الحصول على مصادر التمويل بأكثر من طريقة

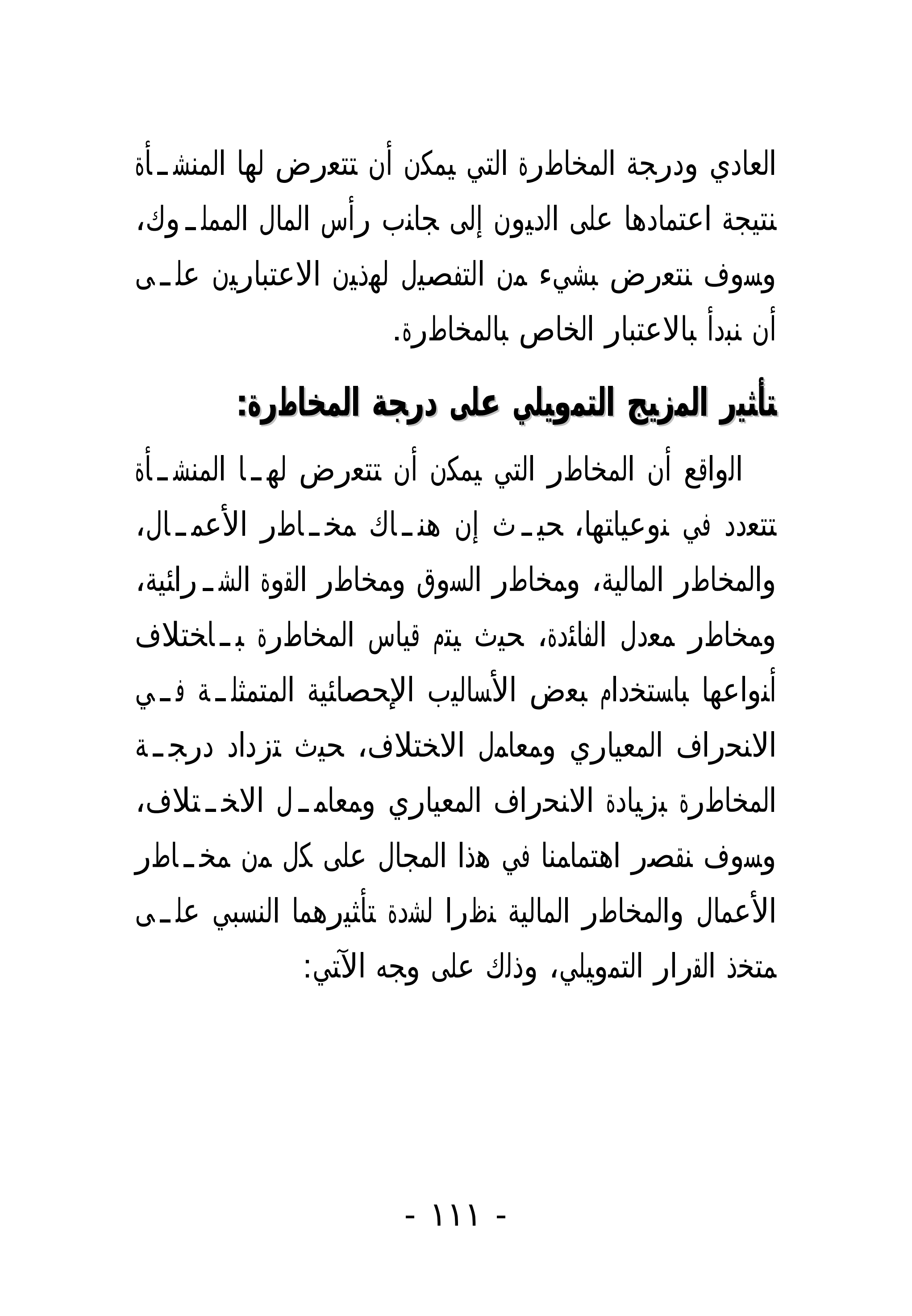


للمزج بين المصادر التمويلية المتعددة، الأمر الذي يعني أن اختيار أحد هذه الطرق البديلة يعكس قرارا ماليا، وقد يكون هذا القرار سليما أو غير ذلك.

والسؤال الآن: عن المبادئ والأصول العلمية الواجب مراعاتها عند التصدي لاتخاذ القرار التمويلي المتعلق بالمزيج التمويلي الواجب اقتناؤه؟ والواقع أن الإجابة على هذا التساؤل سوف تفيد في مجال صناعة القرار بالإضافة إلى إفادتها الملحوظة في مجال التحليل المالي، حيث إن المحلل المالي عندما يتصدى لتحليل مدى سلامة هذا القرار لابد وأن يكون على إدراك تام بما يجب أن يكون عليه الأمر والمتمثل في تلك الأصول والأسس العلمية التي تحكم هذا القرار الهام. وكذلك عند إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات المقترحة، وهو ما سوف نتناوله على الوجه الآتي:

الاعتبارات الأساسية التي تحكم صناعة قرار هيكل التمويل:

هناك العديد من العوامل التي تؤخذ في الاعتبار عند إقرار الهيكل التمويلي المناسب، ومن أهم هذه الاعتبارات، تحليل درجة تأثير المزيج التمويلي على كل من ربحية السهم



العادي ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتعرض لها المنشأة نتيجة اعتمادها على الديون إلى جانب رأس المال المملوك، وسوف نتعرض بشيء من التفصيل لهذين الاعتبارين على أن نبدأ بالاعتبار الخاص بالمخاطرة.

تأثير المزيج التمويلي على درجة المخاطرة:

الواقع أن المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المنشأة تتعدد في نوعياتها، حيث إن هناك مخاطر الأعمال، والمخاطر المالية، ومخاطر السوق ومخاطر القوة الشرائية، ومخاطر معدل الفائدة، حيث يتم قياس المخاطرة باختلاف أنواعها باستخدام بعض الأساليب الإحصائية المتمثلة في الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، حيث تزداد درجة المخاطرة بزيادة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، وسوف نقصر اهتمامنا في هذا المجال على كل من مخاطر الأعمال والمخاطر المالية نظرا لشدة تأثيرهما النسبي على متخذ القرار التمويلي، وذلك على وجه الآتي:

مخاطر الأعمال Business risk:

في الواقع إن مخاطر الأعمال ترتبط بشكل مباشر بمستوى المبيعات ومدى حساسيته للزيادة أو النقص تبعا لمتغيرات قد تحدث في عناصر عديدة، وفي هذا المجال يتجه بعض الكتاب [1] إلى التفرقة بين مخاطر الأعمال ومخاطر التشغيل، حيث يقصد بمخاطر الأعمال عدم التأكد المرتبط بتلك التوقعات عما سيكون عليه دخل التشغيل المستقبلي، في حين أن مخاطر التشغيل ترتبط بدرجة استخدام المنشأة للأصول الثابتة في عملياتها التشغيلية، ولكننا في الواقع نميل إلى ذلك الاتجاه الذي يربط بينهما، حيث إن الاتجاه المذكور يحصر مخاطر الأعمال في دائرة الاهتمام بدراسة وتحليل أثر التغير في المبيعات على ربحية المنشأة في ظل هيكل تكلفة معين، حيث تتجه مخاطر الأعمال نحو الزيادة بزيادة نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية، والواقع إن الأداة التي يمكن استخدامها في هذا المجال تتمثل في درجة دائنية

---

(1) FF- Brigham Financial Management, Theory and practice, the Dryden press, 1977, p. 675.

التشغيل operating leverage والتي يمكن أن تعرف بدرجة الرفع التشغيلي حيث ترتبط درجة دائنية التشغيل باستحقاق تكاليف تشغيل ثابتة ملموسة في المنشأة، حيث يكون لهذه التكاليف الثابتة للتشغيل تأثيرا ملموسا في إبراز صافي أرباح التشغيل كرد فعل مباشر للتغير في المبيعات، وعلى هذا الأساس فإن زيادة القيمة النسبية لتكاليف التشغيل الثابتة سوف يعني مباشرة زيادة درجة دائنية التشغيل في المنشأة، الأمر الذي يعني زيادة درجة حساسية صافي أرباح التشغيل للتغير بالزيادة أو النقص تبعا للتغير في مستوى المبيعات بالزيادة أو النقص أيضا، الأمر الذي يعني في النهاية زيادة مخاطر الأعمال في هذه المنشأة، ومن الجدير بالذكر أن دراسة وتحليل درجة الدائنية في التشغيل تعتمد أساسا على تحليل العلاقة بين المبيعات والتكاليف والأرباح، الأمر الذي يعني أنها تعتمد على تحليل التعادل والذي يقوم على[1] أساس تقسيم عناصر التكاليف إلى ثابتة ومتغيرة، حيث

---

(1) د. محمد عفيفي حمودة، **تحليل القرارات والنتائج المالية،** القاهرة مكتبة عين شمس، ١٩٨٤، ص٨٣.

تتصف الأولى بالثبات داخل حـدود معينـة مـن معـدلات الإنتاج، حيث إنه في داخل هذا الحد المعين للإنتاج ينخفض نصيب الوحدة من المصروفات الثابتة كلما زاد حجم الإنتاج، ومن أمثلتها: مرتبات الجهاز الإداري والإهـلاك والتـأمين ومصروفات الإعلان... إلخ.

في حين أن التكاليف المتغيرة تتصرف بالثبـات بالنسـبة للوحدة الواحدة فقط، في حين أن إجمالي قيمتها يتجـه نحـو التزايد مع تزايد حجم الإنتاج وبنفس النسبة، ومـن أمثلتهـا الخامات والعمالة المباشـرة وتكـاليف التعبئـة والتغليـف وعمولات البيع... إلخ.

وليس هناك مـا يمنـع مـن وجـود بعـض عناصـر المصروفات والتي يصعب تصنيفها فيما إذا كانت ثابتـة أو متغيرة، وتصنف في هذه الحالة على أنها شبه ثابتة أو شـبه متغيرة، وفي التحليل النهائي فهناك ضـرورة حتميـة إلـى إتباعها إلى أي من المجموعتين الأساسيتين.

وتمشيا مع اتجاه التبسيط والمتبع في هذا الكتاب، فنعرض المثال الافتراضي التالي لتوضيح كل ما سبق ذكره:

منشأتين س، ص. تبلغ مبيعات كل منهما مليـون جنيـه سنويا، وتبلغ تكاليف التشغيل الكلية في كل منهـا ٤٠٠,٠٠ جنيه في حين أن تكاليف التشغيل المتغيرة تمثل ١٠% مـن مبيعات ص. وهنا يتطلب الأمر إعداد الجزء العلـوي مـن قائمة الدخل لكل من المنشأتين على الوجه الآتي:

(القيمة بالجنيه)

منشـأة / قائمة الدخل	س	ص
قيمة المبيعات	١٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠,٠٠٠
- تكاليف تشغيل متغيرة	(١٠٠,٠٠٠)	(٣٠٠,٠٠٠)
- تكاليف تشغيل ثابتة	(٣٠٠,٠٠٠)	(١٠٠,٠٠٠)
صافي أرباح التشغيل	٦٠٠,٠٠٠	٦٠٠,٠٠٠

ومن الواضح من خلال استعراض البيانـات السـابقة أن تكاليف التشغيل الثابتة تمثل نسبة كبيرة من جملـة تكـاليف التشغيل بالنسبة للمنشأة س في حـين أن تكـاليف التشـغيل الثابتة غير ذلك بالنسبة للمنشأة ص.

والسؤال الآن: ينحصر في النتائج المترتبة على احتمـال انخفاض قيمة المبيعـات الحاليـة بمعـدل ٢٠% بالنسـبة للمنشأتين.

وللإجابة على هذا التساؤل نستعرض محتويات الجـدول التالي:

منشـأة قائمة الدخل	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	نسبة التغير	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	نسبة التغير
مبيعات						
تكاليف تشغيل ثابتة	١٠٠٠,٠٠٠	٨٠٠,٠٠٠	(%٢٠)	١٠٠٠,٠٠٠	٨٠٠,٠٠٠	(%٢٠)
تكاليف تشغيل متغيرة	(٣٠٠,٠٠٠)	(٣٠٠,٠٠٠)	-	١٠٠,٠٠٠	(١٠٠,٠٠٠)	-
(١٠%، ٣٠%)	(١٠٠,٠٠٠)	(٨٠,٠٠٠)	(%٢٠)	(٣٠٠,٠٠٠)	٢٤٠,٠٠٠	(%٢٠)
صافي أرباح التشغيل	٦٠٠,٠٠٠	٤٢٠,٠٠٠	(%٣٠)	٦٠٠,٠٠٠	٤٦٠,٠٠٠	(%٢٣)

ومن الواضح إذًا أن هناك اختلاف واضح بين المنشـأتين س، ص فيما يتعلق برد الفعل الناتج من حدث احتمالي واحد وهو انخفاض مبيعاتها الحالية بمعدل ٢٠%، حيث انخفـض صافي ربح التشغيل في كل من المنشـأتين ولكـن بنسـب انخفاض مختلفة، حيث انخفض في المنشأة س بمعدل ٣٠%، في حين أنه انخفض في المنشأة ص بمعدل أقل وهو ٢٣%، الأمر الذي يعني أن المخاطر المرتبطة بالمبيعات (مخـاطر الأعمال) مرتفعة في المنشأة س ومنخفضة في المنشأة ص. وتفسير ذلك يبدو واضحا – نظرا لتثبيت كل المتغيرات فيما عدا تكاليف التشغيل الثابتة – التي تلعب دورا ملموسـا فـي تكاليف التشغيل الإجمالية للمنشأة س، في حين أنها غير ذلك

بالنسبة للمنشأة ص، الأمر الذي يؤكد بالضرورة أنها ستكون أكثر حظًا فيما لو حدث نمو وتزايد بدرجة أكبر فـي قيمـة صافي أرباح التشغيل، وهكذا فإن الاستخدام الفعـال لدائنيـة التشغيل (تكاليف تشغيل ثابتة كبيرة) في أي منشـأة سـوف ينحصر في إمكانية زيادة المبيعات دون زيادة متناسبة فـي التكاليف، وفي هذه الحالة فإن أرباح التشـغيل والمرتبطـة بشكل مباشر بعناصر الإنتاج والبيع ستزيد بنسبة أعلى مـن زيادة المبيعات.

وعودة إلى المنشأتين س، ص فيمكننا إجراء توقع تاريخي مرتد على الوجه الآتي:

بالنسبة للمنشأة س ذات درجة دائنية التشـغيل المرتفعـة فنتوقع أنها قامت من البداية بإنفـاق مصـروفات ضـخمة لامتلاك وسائل الإنتاج، وبعد ذلك قامت بشراء المواد الخـام واستئجار القوى العاملة، وعلى هذا الأساس فعند مسـتويات الإنتاج والبيع المنخفضة يحدث انخفاض في تكاليف الشـراء والعمالة في حين تظل وسائل الإنتاج من أصول ثابتة كمـا هي. ومع تزايد مستويات الإنتاج يحدث تزايد فـي تكـاليف الشراء والعمالة دون حدوث زيادة في الأصول الثابتـة، وأن

الزيادات الأكثر في مستويات الإنتاج تـؤدي إلـى زيـادات بنسب أكبر في أرباح التشغيل.

أما فيما يتعلق بالمنشأة ص فلنا أن نتوقع عكس مـا تـم ذكره بالنسبة للمنشأة س، حيث لجأت إلى اسـتخدام أصـول ثابتة مؤجرة، أو اقتناء أصول ثابتة أقل حجما وأكثر كثافـة لعنصر العمالة، وبالتالي أصبحت غالبية تكاليفها التشـغيلية موجهة نحو العناصر المتغيرة، وبذلك فإنها ستصـبح أكثـر حظًا من المنشأة س في حالات الكساد والتـي تـؤدي إلـى انخفاض مستوى المبيعات، حيث سيقل رد الفعل السلبي على صافي أرباح التشغيل. ويمكن قياس درجة دائنية التشغيل من خلال قائمتي الدخل لأي منشأة باستخدام المعادلة الآتية:

$$\frac{\Delta \text{ ص}}{\Delta \text{ ع}} = \text{د ش}$$

حيث إن:

د ش: درجة دائنية التشغيل.

،Δ ص: نسبة التغير في صافي أرباح التشغيل.

،Δ ع: نسبة التغير في المبيعات.

وعلى ذلك يمكن صياغة المعادلة المذكورة كما يلي:

$$\text{درجة دائنية التشغيل} = \frac{\text{نسبة التغير في صافي أرباح التشغيل}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

ومن الواضح أن إمكانية تطبيق هذه المعادلة يتوقف على توافر بيانات مقارنة عن قائمتي داخل للمنشأة يمثل كل منهما مستوى معين للمبيعات.

فإذا توافرت لدينا البيانات التالية عن مستويين للمبيعـات، من خلال قائمتين للدخل لمنشأة ما في ظل الفروض التالية:

تكاليف التشغيل الثاتبة ٣٠٠٠٠٠ جنيه، سعر بيع الوحدة ١٠ جنيه، التكلفة المتغيرة للوحدة ٥ جنيه، مستوى المبيعات الأول ٧٠,٠٠٠ وحدة، والثاني ٨٠,٠٠٠ وحدة.

ومن خلال هذه البيانات نصمم قائمة الدخل بالشكل التالي:

(القيمة بالجنيه)

مستوى مبيعات	مستوى ٧٠٠٠٠ وحدة		مستوى ٨٠٠٠٠ وحدة	
بيـــان	جزئي	كلي	جزئي	كلي
قيمة المبيعات	-	٧٠٠٠٠٠	-	٨٠٠٠٠٠
- تكاليف تشغيل متغيرة	(٣٥٠٠٠٠)	-	(٤٠٠٠٠٠)	-
- تكاليف تشغيل ثابتة	(٣٠٠٠٠٠)	(٦٥٠٠٠٠)	(٣٠٠٠٠٠)	(٧٠٠٠٠٠)
صافي ربح التشغيل		٥٠٠٠٠		١٠٠٠٠٠

وعلى ذلك فإن:

Δ ص (نسبة التغير في صافي أرباح التشغيل)

$$\frac{١٠٠٠٠٠ - ٥٠٠٠٠}{٥٠٠٠٠} \times ١٠٠ = ١٠٠\%$$

Δ ع (نسبة التغير في المبيعات)

$$\frac{٨٠٠٠٠٠ - ٧٠٠٠٠٠}{٧٠٠٠٠٠} \times ١٠٠ = ١٤,٣\%$$

$$\therefore \text{د ش} = \frac{\Delta \text{ ص}}{\Delta \text{ ع}} = \frac{١٠٠\%}{١٤,٣\%} = ٧$$

ومعنى هذه النتيجة أن تغير المبيعات بنسبة ١٠% سوف يؤدي إلى تغير مقابل في صافي أرباح التشغيل بمعدل ٧٠% الأمر الذي يعكس درجة دائنية تشغيل مرتفعة، الأمر الـذي يعكس مخاطر أعمال مرتفعة أيضا. هذا ويمكـن اسـتخدام معادلة حساب درجة دائنية التشغيل في التنبؤ بما سيحدث من تغيير في صافي ربح التشغيل نتيجة لتغير متوقع ومحدد في المبيعات، فيتم تعديل المعادلة السابقة إلى الشكل الآتي:

Δ ص = د ش × Δ ع بمعنى أن:

نسبة التغير المتوقع في صافي أرباح التشغيل =

درجة دائنية التشغيل × نسبة التغير المتوقع في المبيعات

وهنا يصبح المجهول الوحيد في هذه المعادلة هو درجـة دائنية التشغيل، والتي يستلزم الأمر ضرورة قياسها بالمعادلة الأصلية السابق ذكرها، أو من خلال معادلة أخـرى يمكـن استخدامها لقياس درجة دائنية التشغيل اعتمادا علـى قائمـة دخل واحدة.

حيث يمكن صياغتها على الوجه الآتي:

$$د\ ش = \frac{ع - ت\ م}{ع - (ت\ م + ت\ ث)}$$ ، حيث إن:

د ش: درجة دائنية التشغيل

،ع: قيمة المبيعات

،ت م تكلفة متغيرة.

، تث تكلفة ثابتة.

فإذا رجعنا إلى المثال السابق، وعلى افتـراض أنـه قـد توافرت لدينا قائمة دخل واحدة والممثلة لمسـتوى مبيعـات ٧٠٠٠٠ وحدة، وطلب منا توقع ما يحدث من تغييـر فـي

صافي أرباح التشغيل، نتيجة لتوقع زيادة المبيعـات بمعـدل ١٤,٣%. ففي هذه الحالة نقوم بقياس درجة دائنية التشـغيل بالمعادلة الأخيرة كما يلي:

د ش = (٧٠٠٠٠٠ جنيه - ٣٥٠٠٠٠) / (٧٠٠٠٠٠ جنيه – (٣٥٠٠٠٠ + ٦٠٠٠٠٠))

٣٥٠٠٠٠ / ٥٠٠٠٠ = ٧

وبالتعويض في معادلة التنبؤ على الوجه الآتي:

Δ ص = د. ش × Δ ع

Δ ص = ٧ × ١٤,٣% = ١٠٠%

أي أن زيادة المبيعات بمعدل ١٤,٣% سيؤدي إلى زيادة صافي أرباح التشغيل بمعدل ١٠٠%، وذلك في ظل درجـة دائنية تشغيل ٧ (رقم مطلق بـدون تمييـز). والواضـح أن معادلة التنبؤ هذه توفر على المتصدي لاتخاذ القرار التمويلي الكثير من الجهد المتمثل في إعداد حسابات تقديرية لحسـاب درجة دائنية التشغيل؛ وذلك لاستخدامها بعد ذلك في تحديـد التغير المتوقع.

وإلى هذا الحـد مـن المناقشـة والمطروحـة لمعالجـة الاعتبارات الأساسية والتي تحكم صناعة قرار هيكل التمويل نكون قد توصلنا إلى تحديد المفهوم الدقيق لمخاطر الأعمـال والتي تعكس الأثر الذي يمكـن أن يحدثـه أي تغييـر فـي المبيعات في قيمة أرباح التشغيل من خـلال درجـة دائنيـة التشغيل الموجودة بالمنشأة، الأمر الذي يستتبعه بالضـرورة تثبيت هذا العنصر عند افتراض معين، وليكن وقوع المنشأة التي تفكر في إقرار المزيج التمويلي المناسـب فـي دائـرة مخاطر الأعمال المرتفعة أو المنخفضة، الأمر الـذي يحـتم ضرورة البدء في عرض ومناقشـة الجانـب الآخـر مـن المخاطر والمتمثلة في المخاطر المادية وذلك علـى الوجـه التالي:

المخاطر المالية Financial risk:

إن المخاطر المالية ترتبط بشكل مباشر بقرار التمويل في الوقت الذي وجدنا فيه أن مخاطر الأعمـال تـرتبط بشـكل مباشر بقرار الاستثمار، وحيث إن الفكر المالي يؤكد علـى العلاقة المباشرة بين قـراري التمويـل والاسـتثمار، فمـن المنطقي أن تكون هناك علاقة بين كل من مخاطر الأعمـال

والمخاطر المالية والتي ترتبط بنسبة الاعتماد على الـديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسبقًا بالنسبة لقيمة مصـادر التمويل الإجمالية.

وفي هذا المجال يجب أن نعرض للمؤشر التالي:

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} \times ١٠٠$$

ومن الواضح أن الرافعـة الماليـة Financial leverage والتي يتم قياسها بهذا الشكل إذا كانت ٦٠% مثلاً، فيعني ذلك أن المزيج التمويلي للمنشأة عبارة عن ٤٠% تمويل بالملكية، ٦٠% تمويل بالمديونية، وبمفهوم آخر أن ٦٠% من أصول المنشأة أو استثماراتها قد تم تمويلها عن طريق الـديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسبقًا ومع الأخذ في الاعتبـار أن عدم القدرة على الوفاء بتلك الالتزامات الثابتة المرتبطة بتلك الديون سوف يؤدي إلى نتائج سيئة؛ أقلها حدة يتمثـل فـي وقوع المنشأة في دائرة الحرج المالي، وفـي أشـدها حـدة تعرضها للتصفية وإشهار الإفلاس، ومن هذا المنطلق فـإن منشأة أخرى تبلغ رافعتها المالية ٤٠% سوف تكـون فـي موقف أفضل بالنسبة لهذا النوع من المخاطر، الأمر الـذي

يؤكد الارتباط الواضح بين المخاطر المالية والرافعة المالية على الأقل عند هذا الحد من المناقشة. بمعنى أن الرافعة المالية الكبيرة أو الأكثر ارتفاعا سوف تعكس درجة أكبر من المخاطر المالية والعكس صحيح، وغالبا ما يهتم المشترون المحتملون للأوراق المالية الخاصة بالشركة، بالمخاطر التي من المتوقع أن تتعرض لها أوراقهم، حيث يهتمون بصفة خاصة بمدى قدرة المنشأة على الوفاء بمدفوعات الفوائد وسداد الدين، وهكذا وبالضرورة فكلما زادت الأموال المقترضة في الهيكل التمويلي، كلما زادت مخاطر عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قبل الدائنين.

والواقع إن قرار التمويل هو الذي يحدد المخاطر المالية.

وفي المفهوم الأكثر شمولاً، فإن المخاطر المالية تتضمن مخاطر العسر المالي المختلفة، ومخاطر تقلب المكاسب المتاحة لحملة الأسهم العادية. فقيام المنشأة بزيادة درجة الاعتماد على الديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسبقًا، الأمر الذي يؤدي بالضرورة إلى تزايد التكاليف المالية الثابتة، وبافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فإن احتمال عدم قدرة المنشأة على مواجهة هذه الالتزامات سوف يتزايد،

وبزيادة استخدام الأموال التي تزيد من الأعباء الثابتة، تزداد احتمالات العسر المالي واحتمال مواجهة الإفلاس القـانوني، وهذا هو الجانب الأول من جانبي المخاطر الماليـة، حيـث يتعلق جانبها الآخر بالتشتت النسبي للـدخل المتـاح لحملـة الأسهم العادية.

- ولأغراض التوضيح نفترض أن هنـاك منشـأتين س، وص، وأن المنشأة س لا تستخدم الديون في تمويلها أصولها في حين أن الثانية تستخدم قـروض قيمتهـا مليـون جنيـه وبمعدل فائدة ٦%، وأن دخول التشغيل السنوية والمتوقعـة للخمس سنوات القادمـة لكـل مـن المنشـأتين سـتتعرض لمتغيرات عشوائية، حيث إن القيمـة المتوقعـة للتوزيعـات الاحتمالية لكل منها تقدر بـ (١٦٠٠٠٠) جنيه، في حين أن الانحراف المعياري (٨٠٠٠٠) جنيه.

ومن المنطقي أنه بالنسبة للمنشأة س والتـي لا تسـتخدم الدين ستكون القيمة المتوقعة للأرباح المتاحة لحملة أسـهمها العادية ١٦٠٠٠٠ جنيه دون تغيير، أما فيما يتعلق بالمنشـأة ص والتي تتحمل فوائد سـنوية قـدرها (٦٠٠٠٠) جنيـه، فستكون القيمة المتوقعة للأرباح المتاحة لحملة أسهمها العادية

(١٠٠٠٠٠) جنيه فقط، وحيث إن الانحـراف المعيـاري واحدا في كل من المنشأتين س، ص، فإن التشـتت النسـبي للأرباح المتاحة والمتوقعة لحملة الأسهم العادية سيكون فـي المنشأة ص أكبر منه في المنشـأة س ويتضـح ذلـك مـن الحسابات التالية [(١)]:

∵ معامل الاختلاف (مقياس التشتت النسبي)

$$= \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة}}$$

∴ بالنسبة للمنشأة س يكون معامل الاختلاف.

$$= \frac{٨٠٠٠٠}{١٦٠٠٠٠} = ٠,٥٠$$

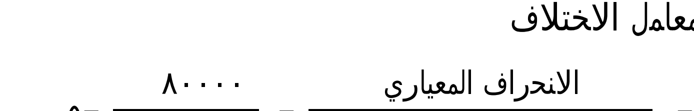
أما بالنسبة للمنشأة ص يكون معامل الاختلاف.

$$= \frac{٨٠٠٠٠}{١٠٠٠٠٠} = ٠,٨٠$$

(1) James C. van Horne, **fundamentals of financial management,** theory and practice, the Dryden prdss, 1977, p. 3s 76.

ويتأكد هنا أن معامل الاختلاف يعتبر مقياسا للمخـاطرة التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والتي تظهر في صورة اختلافات بين الأرباح التي تتحقق لهم وبين القيمة المتوقعـة لهذه الأرباح.

ويلاحظ في المثال السابق أن كل من المنشـأتين س، ص لها نفس درجة مخاطر الأعمال؛ نظرا لأن معامل الاختلاف لأرباح التشغيل المتوقعة واحد لـدى المنشـأتين، حيـث إن معامل الاختلاف



$$= \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة لأرباح التشغيل}} = \frac{٨٠٠٠٠}{١٦٠٠٠٠} = ٠,٥$$

وتنحصر نقطة الاختلاف بين المنشأتين فقط في المخاطر المالية والتي تحدث من خلال استخدام الديون فـي تمويـل الاستثمارات، الأمر الذي يميز المنشأة ص، وعلى ذلـك زاد معامل الاختلاف من ٠,٥٠ إلى ٠,٨٠ نتيجة لهذا الاستخدام.

ويتضح مما سبق أن المخاطر المالية تنعكس في أثرهـا على تقلب الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية بالإضافة إلى احتمال مواجهة المنشأة للعسر المالي، وهذان الأثران لهمـا

اتصال مباشر بتشتت دخل التشـغيل أو بمخـاطر الأعمـال بالمنشأة.

والواقع إن عملية الاعتماد علـى الـديون فـي المـزيج التمويلي تهدف إلى زيادة العائد على السهم العادي كنتيجـة منطقية لانخفاض تكلفة الاستدانة بالمقارنة بتكلفـة التمويـل بالملكية، وأن هذا الاتجاه يطلق عليه كما سـبق أن ذكرنـا اصطلاح الرافعة المالية، والذي يقاس بمقياس مـالي آخـر وهو درجة الرفع المالي أو درجة دائنيـة التمويـل، والتـي نعرض لها تفصيلاً كالآتي:

درجة الرفع المالي (درجة دائنية التمويل):

Degree of Financail Leverage

لقد سبق أن أوضحنا أن دائنية التشغيل كاصطلاح مـالي يعكس درجة حساسية صافي أرباح التشـغيل (أربـاح قبـل الفوائد والضرائب) للتغير تبعا للتغيرات التي يمكن أن تحدث في المبيعات، وبذلك يرتبط هذا المفهـوم وطريقـة القيـاس بالجزء العلوي من قائمة الدخل، ولكي نتمكن من العـرض المبسط لمفهوم درجة الرفع المالي وطريقة قياسها، وكـذلك

ارتباطها بدرجة دائنية التشغيل فنعرض فيما يلي لمكونـات قائمة الدخل بشكلها الكامل:

بيان قائمة الدخل	القيمة جزئي	القيمة كلي	ملاحظات
قيمة المبيعات		××	
- تكاليف التشغيل			
ثابتة	(×)		د.ت.ش
متغيرة	(×)		
		××	
صافي ربح تشغيل (ربح قبل الفوائد والضرائب)		××	
- الفوائد		(×)	د.م
صافي ربح قبل الضرائب		×	
- الضرائب		(×)	
صافي أرباح قابلة للتوزيع		×	

والواقع إننا سوف نعتمد على محتويات القائمة الموضحة في تحقيق هدفين أساسيين وهما:

- تحديد مفهوم وطريقة قياس درجة دائنيـة التمويـل (درجة الرفع المالي).
- تحديد مفهوم وطريقة قياس العلاقـة بـين دائنيـة التشغيل ودائنية التمويل وارتباطها بتكوين المـزيج التمويل.

تحديد مفهوم وطريقة قياس درجة دائنية التمويل:

إذا نظرنا إلى الجزء الأخير من قائمة الدخل الموضحة والذي يبدأ من صافي ربح التشغيل وينتهي بصافي الأرباح القابلة للتوزيع – والتي تمثل حقوق حملة الأسهم العادية – نجد أن هناك علاقة بين صافي ربح التشغيل كمتغير مستقل وبين صافي الأرباح القابلة للتوزيع كمتغير تابع. إن هذه العلاقة هي التي تكون بشكل عام مفهوم درجة دائنية التمويل، وتمشيا مع اتجاه التبسيط، فإذا استعدنا ما سبق أن ذكرناه بخصوص دائنية التشغيل نجد أن الفرق بين المتغير المستقل (قيمة المبيعات) وبين المتغير التابع (صافي ربح التشغيل) يتمثل في مجموعة من التكاليف الثابتة والمتغيرة، وأن درجة حساسية المتغير التابع للتغير في المتغير المستقل تتوقف على مدى جوهرية التكاليف الثابتة من حيث قيمتها النسبية لجملة التكاليف، وبالقياس نجد أن دائنية التمويل تنحصر في علاقة بين متغيرين أحدهما مستقل (صافي أرباح التشغيل) والآخر تابع (الأرباح القابلة للتوزيع)، وبينهما – أيضا - نوعان من التكاليف الغير مرتبطة بعمليات التشغيل، أحدهما يأخذ صفة الثبات وهي الفوائد، والآخر يأخذ صفة

التغير وهو الضرائب، حيث إن معدل الضريبة نفسها تتجه نحو الزيادة أو الانخفاض تبعا لقيمة الأرباح الخاضعة للضريبة، وعلى هذا الأساس فإن هناك حساسية للتغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع تبعا للتغير في صافي أرباح التشغيل، وتتوقف درجة الحساسية هذه على مدى جوهرية التكاليف الثابتة والمتمثلة في فوائد الديون، وهذا هو أبسط المفاهيم لدرجة دائنية التمويل، الأمر الذي يعني بالضرورة أن المنشأة إذا لم تستخدم مصادر تمويل ذات تكاليف ثابتة، فإن التغير في صافي ربح التشغيل سينتج عنه تغيرا في نفس الاتجاه وبنفس النسبة في صافي الأرباح القابلة للتوزيع (وبالتالي في نصيب السهم العادي من الربح).

ولتأكيد ما سبق نورد المثال المبسط التالي عن منشأتين أ، ب تحقق كل منهما صافي أرباح تشغيل (ربح قبل الفوائد والضرائب) قيمته ١٠٠,٠٠٠ جنيه، وأن كل منهما يخضع لمعدل ضريبة على الأرباح التجارية والصناعية قدره ٥٠% (للتبسيط) وأن المنشأة أ تستخدم الديون في هيكلها التمويلي وترتبط هذه الديون بفوائد تمويل ثابتة قدرها ٢٠٠٠٠ جنيه، في حين أن المنشأة ب لا تستخدم الديون في هيكلها التمويلي.

فإذا حدث وانخفض صافي ربح التشـغيل بمعـدل ٢٠% (بسبب انخفاض أصلي فـي المبيعـات) فمـا نتـائج هـذا الانخفاض على صافي أرباح كل منهما؟

تتمثل الإجابة على هذا التساؤل في محتويات الجدول التالي:

منشأة قائمة الدخل	أ			ب		
	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	نسبة التغيير	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	نسبة التغيير
صافي أرباح التشغيل	١٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	(٢٠%)	١٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	(٢٠%)
- الفوائد	(٢٠٠٠٠)	٢٠٠٠٠	-	-	-	-
صافي ربح قبل الضرائب	٨٠٠٠٠	٦٠٠٠٠		١٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	
- الضرائب ٥٠%	(٤٠٠٠٠)	(٣٠٠٠٠)		(٥٠٠٠٠)	(٤٠٠٠٠)	
صافي أرباح قابلة للتوزيع	٤٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	(٢٥%)	٥٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	(٢٠%)

ومن خلال محتويات الجدول التحليلي السابق يتأكـد مـا سبق توضيحه من خلال الآتي:

بالنسبة للمنشأة "أ": والتي تستخدم دائنية التمويل أو الرفع المالي، فإن انخفاض صافي أرباح التشغيل بمعدل ٢٠% قـد نتج عنه انخفاض في صافي الأرباح القابلة للتوزيع بمعـدل أكبر وهو ٢٥%.

وبالنسبة للمنشأة "ب": والتي لا تستخدم دائنية التمويل أو الرفع المالي، فإن انخفاض صافي أرباح التشغيل الخاص بها

بمعدل ٢٠% أيضا، قد نتج عنه انخفاض في صافي الأرباح القابلة للتوزيع بنفس المعدل وهو ٢٠%.

وبناء على ذلك فيمكن قياس درجة دائنية التمويـل مـن خلال قائمة الدخل لأي منشأة باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{د م} = \frac{\Delta \text{ ح}}{\Delta \text{ ص}}$$ ، حيث إن:

د م: درجة دائنية التمويل.

Δ ح: نسبة التغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيـع أو نسبة التغير في نصيب السهم العادي من الربح القابل للتوزيع.

Δ ص: نسبة التغير في صافي أرباح التشغيل، وعلى ذلك يمكن صياغة المعادلة المذكورة كما يلي:

$$\text{درجة دائنية التمويل} = \frac{\text{نسبة التغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع}}{\text{نسبة التغير في صافي أرباح التشغيل}}$$

وباستخدام هذه المعادلة في حساب درجة دائنية التمويـل بالنسبة للمنشأتين أ، ب على اعتبار أن البيانات التي يتضمنها الجدول السابق تعبر عن قائمتي دخل كل منهما. فنجد الآتي:

$$\text{درجة دائنية التمويل في المنشأة أ} = \frac{\%25}{\%20} = 1.25$$

$$\text{درجة دائنية التمويل في المنشأة ب} = \frac{\%20}{\%20} = 1$$

وتؤكد هذه النتائج المتعلقة بقياس درجة دائنية التمويل أن هذه الدائنية تنعدم إذا كانت مساوية للواحد الصحيح، وتبدأ في التواجد بزيادة درجة الدائنية عن الواحـد صـحيح (درجـة الحساسية).

هذا ويمكن قياس درجة دائنية التمويل اعتمادا على قائمة دخل واحدة باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{د م} = \frac{\text{ص}}{\text{ص - ف}}$$ ، حيث إن:

د م: درجة دائنية التمويل من قائمة دخل واحدة.

ص: صافي أرباح التشغيل.

ف: قيمة الفوائد أي أن:

$$\text{درجة دائنية التمويل من قائمة دخل واحدة} = \frac{\text{صافي أرباح التشغيل}}{\text{صافي أرباح التشغيل – الفوائد}}$$

ومن المؤكد أن استخدام المعادلة الأخيرة في قياس درجة دائنية التمويل لكل من المنشأتين أ، ب سوف يعطـي نفـس النتائج التي تم التوصل إليها من خلال معادلة نسب التغيـر، حيث إن:

د م للمنشأة أ = $\frac{١٠٠٠٠٠}{١٠٠٠٠٠ - ٢٠٠٠٠}$ = ١,٢٥

د م للمنشأة ب = $\frac{١٠٠٠٠}{١٠٠٠٠٠ - صفر}$ = ١

هذا ويمكن استخدام معادلة درجة دائنية التمويل في التنبؤ بما سيحدث من تغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع نتيجة لتغير متوقع ومحدد في صافي أرباح التشغيل، وذلك بتعديل المعادلة الأساسية إلى الشكل التالي:

Δ ح = د م × Δ ص بمعنى أن:

نسبة المتغير المتوقع في صافي القابلة للتوزيع =

درجة دائنية التمويل × نسبة التغير المتوقع فـي صـافي أرباح التشغيل.

وهنا يصبح من الضروري قياس درجة دائنيـة التمويـل سواء من قائمة دخل واحدة أو اعتمادا على قائمتين للـدخل،

فمثلاً ماذا يحدث من تغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع إذا حدث تغير بالزيادة في صافي أربـاح التشـغيل بمعـدل ٤٠% بالنسبة للمنشأة أ.

∴ Δ ح = د م × Δ ص

∵ Δ ح = ١,٢٥ × ٤٠% = ٥٠%

أي أن زيادة صافي أرباح التشغيل بمعدل ٤٠% سـوف يؤدي إلى زيادة في صافي الأرباح القابلة للتوزيـع بمعـدل ٥٠%، وذلك في ظل درجة دائنية تمويل ١,٢٥.

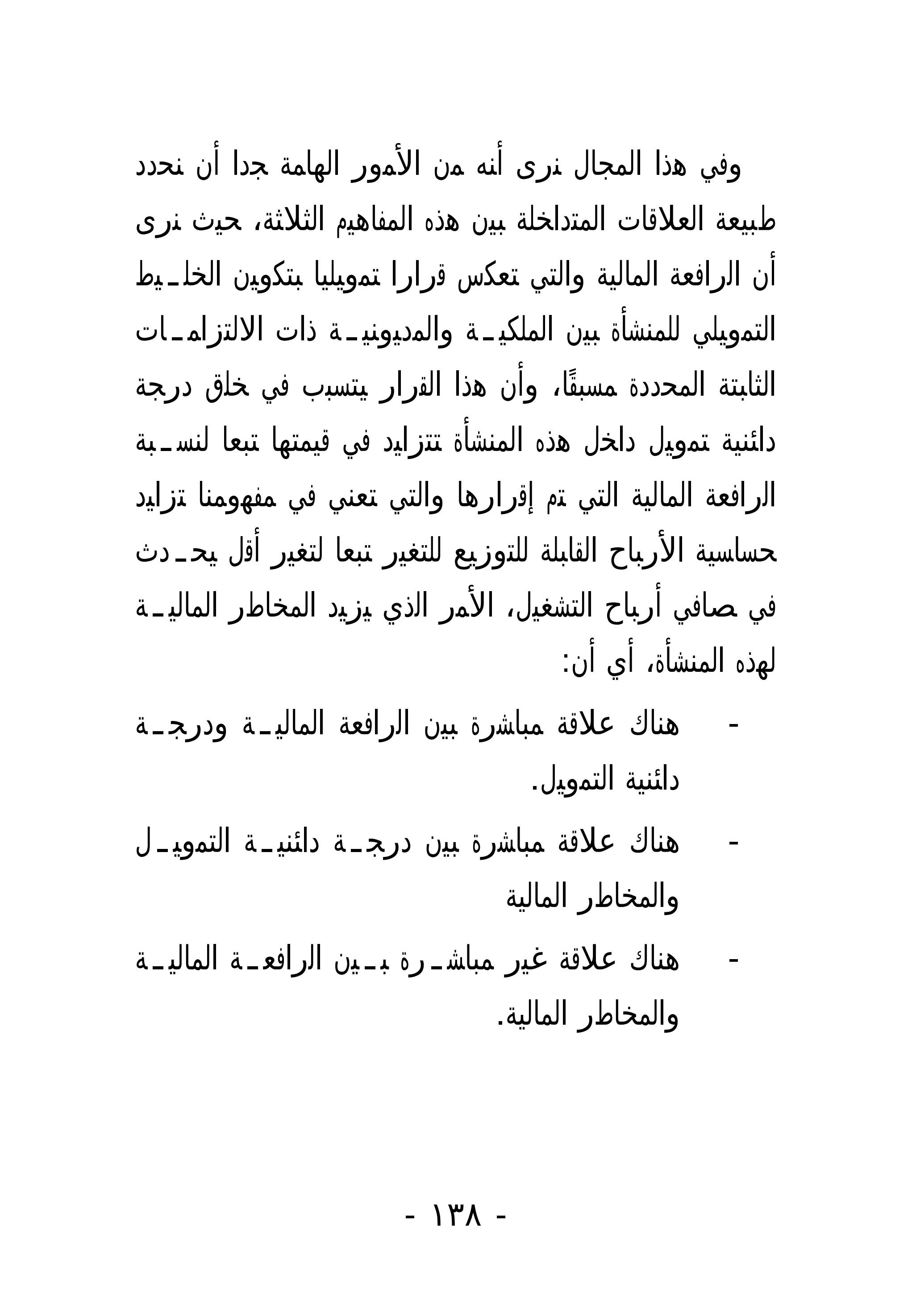
هذا وعند هذا الحد الذي وصلنا إليه من بدايـة مناقشـنا للمخاطر المالية، نكون قد واجهنا ثلاثة مفاهيم واصطلاحات تمويلية وهي:

١- المخاطر المالية Financial risk

٢- الرافعة المالية Financial leverage

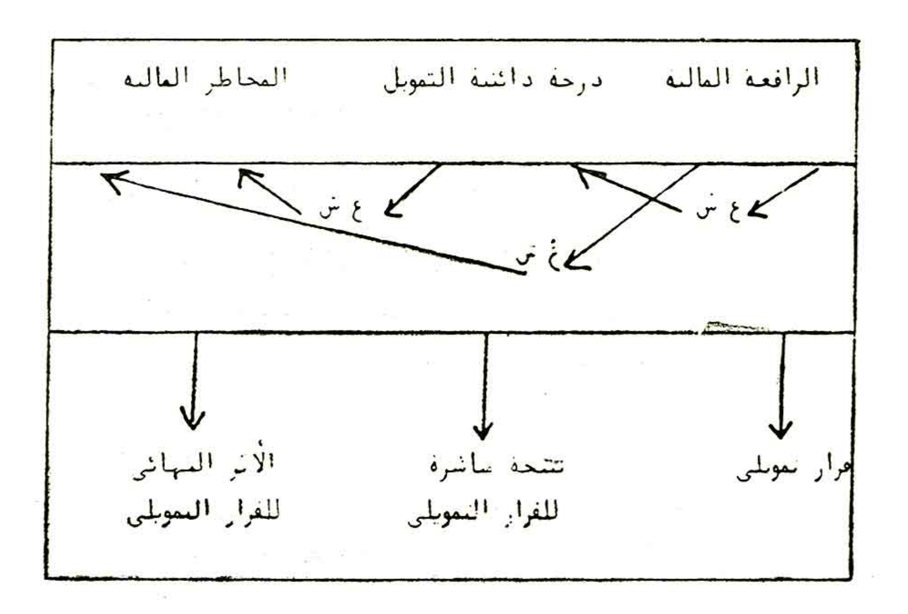
٣- درجة دائنية التمويل (درجة الرفع المالي)

Degree of financial leverge



وفي هذا المجال نرى أنه من الأمور الهامة جدا أن نحدد طبيعة العلاقات المتداخلة بين هذه المفاهيم الثلاثة، حيث نرى أن الرافعة المالية والتي تعكس قرارا تمويليا بتكوين الخليط التمويلي للمنشأة بين الملكية والمديونية ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسبقًا، وأن هذا القرار يتسبب في خلق درجة دائنية تمويل داخل هذه المنشأة تتزايد في قيمتها تبعا لنسبة الرافعة المالية التي تم إقرارها والتي تعني في مفهومنا تزايد حساسية الأرباح القابلة للتوزيع للتغير تبعا لتغير أقل يحدث في صافي أرباح التشغيل، الأمر الذي يزيد المخاطر المالية لهذه المنشأة، أي أن:

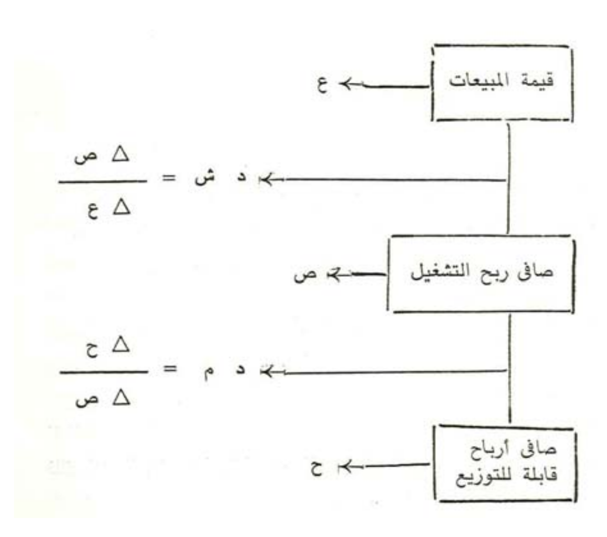
- هناك علاقة مباشرة بين الرافعة المالية ودرجة دائنية التمويل.
- هناك علاقة مباشرة بين درجة دائنية التمويل والمخاطر المالية
- هناك علاقة غير مباشرة بين الرافعة المالية والمخاطر المالية.



ب/٢: تحديد مفهوم وطريقة قياس العلاقـة بـين دائنيـة التشغيل ودائنية التمويل وارتباطها بتكوين المـزيج التمويلي:

لقد ناقشنا حتى الآن مخاطر الأعمال والمرتبطة بدائنيـة التشغيل، وكذلك المخاطر المالية المرتبطة بدائنيـة التمويـل وبشكل منفصل، ومن المؤكد أن يكون هناك مقياسا شـاملاً يجمع بينهما، حيث يفيد هذا المقياس الشـامل فـي صـناعة القرار التمويلي المتعلق بتكون المـزيج التمـويلي الواجـب إقراره، ولكي نتمكن وببساطة من تحديـد مقيـاس الـربط المذكور بين الدائنتين، فيلزم أن نسترجع مرة أخرى ما سبق

أن أوضحناه من خلال العرض الشامل لقائمة الدخل، والتـي حددنا من خلال دائرة تواجد كل منهما، وليكن اسـترجاعنا هذا على الوجه التالي:



من الواضح ومن خلال هذا الشكل التوضيحي أن العلاقة بين:

دائنية التشغيل ($\frac{\Delta ص}{\Delta ع}$) وبين دائنية التمويل ($\frac{\Delta ص}{\Delta ع}$)

تنشأ من خلال صافي ربح التشغيل (ص) والـذي يمثـل متغيرا تابعا بالنسبة للأولى، ومتغيرا مستقلاً بالنسبة للثانيـة،

وعلى هذا الأساس فإن الجمع بين الدائنتين يتم عن طريـق ضرب مكوناتهما لنحصل على درجة الدائنية الكليـة علـى الوجه الآتي:

$$د\ ك = د\ ش \times د\ م$$

$$= \frac{\Delta\ ص}{\Delta\ ع} \times \frac{\Delta\ ح}{\Delta\ ص}$$

$$\therefore\ د\ ك = \frac{\Delta\ ح}{\Delta\ ع}$$ أي أن:

$$\text{درجة الدائنية الكلية} = \frac{\text{نسبة التغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

ويلاحظ أن درجة الدائنية الكلية بهذه الصورة الموضـحة تجعل من التغير في المبيعات متغيرا مستقلاً، وتجعـل مـن التغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع متغيرا تابعا، وعلى ذلك فإن مفهوم درجة الدائنية الكلية تعني درجـة حساسـية صافي الأرباح القابلة للتوزيع للتغير تبعا للتغير فـي قيمـة المبيعات، ومن المنطقي أن هذه الحساسية تعنـي المخـاطر الكلية Total risk وهنا تكون دلالة التغير ذات مغزى أكبـر

بالنسبة لصافي الأرباح القابلة للتوزيع، أو بالنسـبة لأربـاح السهم العادي، حيث إن الربط بين نوعي المخاطر، يزيد من التشتت والمخاطر المحتملة للسهم العادي. وعلى ذلـك فـإن المهمة الأساسية للمدير المالي عند تصديه لاتخـاذ القـرار التمويلي المتعلق بتكوين المـزيج التمـويلي هـي محاولـة تخفيض درجة المخاطرة الكلية بقدر الإمكان لكي تصل إلـى المستوى المناسب، والواقع إن المهمة المذكورة تمثل المشكلة الأساسية التي تواجه المدير المالي في هذا المجال.

وفي سبيل مساعدة المدير المالي علـى مواجهـة هـذه المشكلة يلزمنا العودة مرة أخرى إلـى المعادلـة الأسـاسـية لقياس درجة الدائنية الكلية كما يلي:

د. ك = د. ش × د. م

إن حل المشكلة السابق ذكرها يتوقف على تحديدنا الدقيق لطبيعة العلاقة بين متغيري دائنية التشـغيل (د. ش) وبـين دائنية التمويل (د. م)، حيث إن ناتج مضروب كل منهما في الآخر يعطي لنا درجة الدائنية الكلية، وهنا يجـب أن نؤكـد على أن (د. ش) تمثل متغيرا مستقلاً فـي حـين أن (د. م) تمثل متغيرا تابعا، وذلك فيما يخص طبيعة العلاقة بينهمـا،

والتي تساهم بشكل مؤثر في صناعة القرار الخاص بتكـوين المزيج التمويلي، وهنا يمكن للمدير المالي أن يقوم بـالربط بين دائنية التشغيل ودائنية التمويل بعدد من الطرق المختلفة، حتى يتمكن من تحديد الدرجة المرغوبة من المخاطر الشاملة للمنشأة، على اعتبار أن دائنية التشغيل تخرج عـن نطـاق تحكم المنشأة، وإنما تتحكم فـي متغيرهـا المسـتقل وهـو المبيعات عوامل عديدة؛ أهمها تطور موقف المنافسين ومدى اتجاه النشاط الاقتصادي العام نحـو الـرواج أو الكسـاد... وهكذا، في حين أن دائنية التمويل والتـي تحـدد المخـاطر المالية، فلقد سبق أن أوضحنا أن المخاطر المالية هذه تبـدأ من قرار تمويلي بالاعتماد على رافعة ماليـة "أي الاعتمـاد على الديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسـبقًا"، الأمـر الذي يؤكد أن الإدارة تملك صفة التحكم في ذلك، وعلى هذا فإن المدير المالي يحدد ما يدخل في نطاق تحكمه في ضـوء ما يخرج عن نطاق تحكمه، بمعنى أنه إذا كانـت مخـاطر الأعمال كبيرة (درجة دائنية تشغيل عالية) فيجب أن يحرص على تخفيض المخاطر المالية (درجة دائنية تمويل منخفضـة من خلال رافعة مالية منخفضة) والعكس بالعكس.

"إن المستوى الملائم [1] للمخاطر الكلية يتحدد في الواقـع عن طريق المقارنة بين المخاطر الكلية وبين العائد المتوقع، وأن هذه المقارنة يجب أن تتماشى مع هدف المنشأة.

وفي صياغة أخرى ولمزيد من التوضيح فيصبح من غير المرغوب فيه التمويل بكميات كبيرة من الـديون إذا كانـت المنشأة ذات درجة دائنية تشغيل عالية، حيـث إن الاعتبـار الحاكم في تكوين المزيج التمويلي وإقـراره ينحصـر فـي استقرار الإيرادات من المبيعات، حيث إن المنشأة المستقرة، يمكنها الاستفادة من إيجابيات الدرجة العالية لدائنية التشـغيل والتمويل معا، كما أن الإنتاج بكمية أكبر من كمية التعـادل مع ضآلة احتمال الانخفاض فـي هـذا الإنتـاج، يعنـي أن المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، صغيرة بدورها.

إن غياب التقلب الحاد في مستوى الإيرادات، إنما يعنـي أن صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية لن يتقلب بشكل حاد ولن يكسب الأسهم العادية صفة المضاربة.

(1) James C. Van Home, op. cit., p. 370.

ولقد تناولنا حتى الآن قياس الرافعة المالية عـن طريـق درجة دائنية التمويل، على الرغم من وجود أساليب أخـرى لقياسها ومنها [1]:

١- نسبة المديونية إلى الملكية:

حيث نحصل على هذه النسبة بقسمة الديون على أمـوال الملكية في هيكل تمويل المنشأة، فكلما تم اسـتخدام الـديون بدرجة كبيرة كلما ارتفعت نسبة المديونية إلى الملكية، وفـي هذا المجال توجد نسبة نمطيـة علـى مسـتوى النشـاط أو الصناعة، الأمر الذي يحتم احتفاظ المنشأة بهذا النمط، هـذا مع التسليم بأن مجرد الاختلاف في حد ذاته لا يؤكد شـيء بذاته، وإنما هو مجرد مؤشر يستدعي المزيد من التحليـل، لتحديد حقيقة الأوضاع، ويهم كل ذلك المدير المالي للمنشأة، أما فيما يتعلق بالمقرضين المحتملين وحملة الأسـهم، فمـن المنطقي أنهم سيلجئون إلى مقارنة هذه النسبة فـي المنشـأة طالبة التمويل، وبين نفس النسبة في النشاط أو الصناعة، فإذا

---

(1) Clifton H. Kreps, Jr., and Richard F. Wacht, **financial Administration,** The Dryden press, 1975, p. 258.

كانت نتيجة المقارنة مقبولة من وجهة نظرهم، فقد لا تزيد معدلات العائد المطلوبة من جانبهم إلا بدرجة قليلة، أما إذا كانت نسبة المديونية بالمنشأة تخرج عن النمط السائد في الصناعة، فإن هؤلاء المستثمرين المحتملين، سوف يرفعون من معدلات العائد المطلوبة على الاستثمار بصورة جوهرية، الأمر الذي ينعكس على ارتفاع تكلفة التمويل بالمنشأة.

وتظل المشكلة المرتبطة بهذا المقياس متمثلة في عدم إعطائها أية دلالة عن تأثير الرافعة المالية على أرباح السهم الواحد، كما أنها لا تعبر عن مخاطرة عدم الوفاء بالالتزامات الثابتة والناتجة عن استخدام مزيد من الديون الإضافية.

٢- نسبة تغطية الفوائد:

تقيس هذه النسبة المدى الذي يمكن أن تنخفض إليه الإيرادات، دون أن يتسبب ذلك في الإحراج المالي للمنشأة كنتيجة لعدم قدرتها على مواجهة مدفوعات الفائدة السنوية، ويجب حساب هذه النسبة عند عدة بدائل مختلفة للمزيج التمويلي، ومن ثم تحديد عدد مرات تغطية الأرباح (بعد الضرائب وقبل الفوائد)، لمدفوعات الفائدة السنوية، وهنا سيقوم المستثمرون بالمقارنة بين النسبة الخاصة بالمنشأة،

وتلك الخاصة بالصناعة، ومن ثم يتوفر لديهم بعض المعرفة عن درجة المخاطرة الماليـة والمرتبطـة بشـرائهم لأوراق المنشأة المالية.

وهناك عدة انتقادات توجه إلـى اسـتخدام هـذه النسـبة منها[1]:

١/٢ – تجاهل المصـروفات الثابتـة والمرتبطـة بعقـود الاستئجار طويل الأجل، الأمر الـذي يجعـل هـذه النسبة غير معبرة بدقـة عـن المخـاطر الماليـة والتشغيلية لكل من المقرض والمقترض.

٢/٢ – في حالة ما إذا كانت بعض القروض تسـدد علـى أقساط، فإن اقتصار هذه النسبة على عنصر الفوائد، إنما يعني إهمال القيم المسددة من أصل الدين، الأمر الذي يعني عدم الاهتمام بكل المخاطر المالية.

٣/٢ – إن هذه النسبة تتجاهل حقيقة أن الاستهلاك المحتسب في المنشأة يوفر جزءا من الأموال المتولد داخليـا،

(1) Soldofsky and olive, **financial Management**, South-Western Publishing co. 1974, p. 386.

يمكن استخدامها في دفع الفوائد والمساعدة في سداد أصل الدين.

٤/٢ – إن هناك صعوبات ترتبط باستخدام هذه النسبة في حالة ما إذا كانت أسعار الفائدة تتعرض لتغيرات من وقت لآخر.

والواقع إنه يمكن إدخال بعض التعديلات على مقياس نسبة التغطية لإمكانية معالجة بعض الانتقادات السابق ذكرها، وذلك عن طريق إضافة الاستهلاك إلى بسط النسبة باعتبارها مصدرا لجزء من الأموال المتولدة، ومن جهة أخرى يمكن إضافة المدفوعات المالية الثابتة إلى مقام النسبة مثل المبالغ المستحق سدادها من أصل الدين.

وإلى هنا نكون قد انتهينا من عرض ومناقشة الاعتبار الأساسي والحاكم في تكوين المزيج التمويلي والذي تمثل في مخاطر الأعمال (دائنية التشغيل) وكذلك في المخاطر المالية (دائنية التمويل) والعلاقة بينهما ودورها في صناعة القرار التمويلي الخاص بتكوين المزيج التمويلي.

ونبدأ الآن في تطبيق البرنامج التحليلي للقرارات الماليـة المتعلقة بجانب التمويل على القوائم الماليـة للشـركة (ص) وذلك على الوجه التالي:

- تحليل مدى توازن الهيكل التمويلي للشركة (ص).

اعتمادا على ما سبق عرضه يصـبح مـن المنطقـي أن تتضمن هذه الجزئية التحليلات الأربعة التالية:

- تحليل درجة التوازن الظاهري للمزيج التمويلي.
- تحليل مخاطر الأعمال.
- تحليل المخاطر المالية.
- تحليل المخاطر الكلية.

وفيما يلي تفصيلاً للتحليلات المذكورة:

- تحليل درجة التوازن الظـاهري للمـزيج التمـويلي للشركة (ص).

الواقع إننا حرصنا على اسـتخدام اصـطلاح التـوازن الظاهري للمزيج التمويلي تأكيدا على سطحية هذه الجزئيـة من التحليل، وعدم إمكانية الاعتماد عليها في تحليل القرارات المالية المتعلقة بالتمويل بشكل متفرد، وهو الأمر الذي يعني

ضرورة إجراء التحليل المتكامل لتلك القـرارات باسـتخدام التحليلات الأربعة السابق ذكرها: ونعرض فيما يلي لتحليـل الجزئية الأولى من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٧)

بيان تطور المزيج التمويلي للشركة (ص)

خلال الفترة من ١٩٨٧ – ١٩٨٩

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـان	١٩٨٧ (سنة الأساس)			١٩٨٨			١٩٨٩		
	قيمة	%	رقم قياس	قيمة	%	رقم قياس	قيمة	%	رقم قياس
حقوق ملكية	**٢٦٦٧**	**%٤٨**	**١٠٠**	**٢٤٨٣**	**%٣٦**	**٩٣**	**٢٣٨٣**	**%٢٧**	**٨٩**
خصوم طويلة الأجل	**٩٤٣**	**%١٧**	**١٠٠**	**١٣٠٥**	**%١٩**	**١٣٨**	**١٥٠٠**	**%١٧**	**١٥٩**
خصوم قصيرة الأجل (متداولة)	**١٩٠٠**	**%٣٥**	**١٠٠**	**٣٠٩٥**	**%٤٥**	**١٦٣**	**٤٨٠٠**	**%٥٦**	**٢٥٣**
إجمالـــي	**٥٥١٠**	**%١٠٠**	**١٠٠**	**٦٨٨٣**	**%١٠٠**	**١٢٥**	**٨٦٨٣**	**%١٠٠**	**١٥٨**

توضح محتويات الجدول السابق أنه:

بالنسبة لسنة الأساس ١٩٨٧ (التحليل الرأسي):

أن المزيج التمويلي للشركة يتصف بالتوازن من خـلال الاعتماد على حقائق الملكية بالدرجة الأولى، وكذلك الاعتماد على مصادر التمويل الدائمة (حقوق الملكية + خصوم طويلة

الأجل) بدرجة أكبر من الاعتماد علـى مصـادر التمويـل المؤقتة (خصوم قصيرة الأجل) الأمر الذي يتوافق مع طبيعة النشاط الصناعي للشركة.

بالنسبة لسنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩ (تحليل اتجاهي):

يتبين اتجاه المزيج التمويلي للشركة (هيكل التمويل) إلـى عدم التوازن من حيث انخفاض الوزن النسبي لحقوق الملكية والتزايد الكبير في الوزن النسبي لمصادر التمويل المؤقتـة، حيث تم تمويل التوسعات الاستثمارية للشـركة مـن خـلال مصادر التمويل المؤقتة الأمر الذي سوف يعكس بالضرورة انعكاساته السلبية على النتائج المالية للشركة، بالإضافة إلـى تزايد حجم المخاطرة المالية وبالتالي توقع اتجـاه الشـركة مستقبلاً نحو الفشل المالي الكامل.

*** تحليل مخاطر الأعمال** Business risk Analysis**:**

يعتمد تحليلنا لمخاطر الأعمال على العلاقة بـين تغيـر صافي ربح التشغيل، والتغير في المبيعات، وذلك من خـلال محتويات الجدول التحليلي التالي:

جدول رقم (٨)

بيان بتحليل مخاطر الأعمال للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيـــان	١٩٨٧	١٩٨٨	نسبة التغير % Δ	١٩٨٨	١٩٨٩	نسبة التغير % Δ
قيمة المبيعات (ع)	**١١٠٠٠**	**١٠٠٠٠**	**%٩**	**١٠٠٠٠**	**٨٠٠٠**	**%٢٠**
صافي ربح التشغيل (ص)	**١١١٠**	**٦٨٠**	**%٣٩**	**٦٨٠**	**٢٦٠**	**%٦٢**
درجة دائنية التشغيل = $\frac{\Delta \text{ص}}{\Delta \text{ع}}$	-	-	**٤,٣٣**	-	-	**٣,١**

وهنا يلاحظ أن درجة دائنية التشغيل تتجه نحو التناقض، فبعد أن كان تغير قدره جنيه واحد في المبيعات يقابله تغيـر مماثل في صافي أرباح التشغيل قدره ٤,٣٣ جنيه وذلك فـي عام ١٩٨٨، أصبح الوضع في عام ١٩٨٩، أن تغير قـدره جنيه واحد في المبيعات لا يقابله سوى تغير في نفس الاتجاه قدره ٣,١ جنيه في صافي أرباح التشغيل، وعلى الرغم مـن هذا الاتجاه التناقضي لدرجة دائنية التشـغيل فـإن الشـركة (ص) ترتبط بدرجة غير منخفضة من مخـاطر الأعمـال، الأمر الذي يحتم ضرورة مراعاة الحذر الشديد فـي مجـال التوسع في التمويل بالديون.

إن الأمر الأكثر أهمية في هذا المجال هو توقع ما يمكن أن يحدث في عام ١٩٩٠ فيما لو استمرت الشركة في مجال الأعمال، وذلك من خلال حساب درجة دائنية التشغيل من قائمة الدخل لعام ١٩٨٩ وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$\text{د ش} = \frac{\text{ع} - \text{ت م}}{\text{ع} - (\text{ت م} + \text{ت ث})}$$

$$\text{د ش ١٩٨٩} = \frac{\text{٨٠٠٠} - \text{٢٧٤٠}}{\text{٨٠٠٠} - (\text{٢٧٤٠} + \text{٥٠٠٠})} = \text{٢٠}$$

ومن الملاحظ أن درجة دائنية التشغيل المحسوبة تعكس مخاطر أعمال مرتفعة جدا، حيث إن أي انخفاض في قيمة المبيعات المتوقعة لعام ١٩٩٠ قدره جنيه واحد سوف يقابله انخفاض في صافي أرباح التشغيل قدره ٢٠ جنيه.

*** تحليل المخاطر المالية** Financial risk Analysis

يعتمد تحليلنا للمخاطر المالية على العلاقة بين تغير صافي الأرباح القابلة للتوزيع، والتغير في صافي أرباح التشغيل، وذلك اعتمادا على محتويات الجدول التحليلي التالي:

جدول رقم (٩)

بيان بتحليل المخاطر المالية للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيـــان	١٩٨٧	١٩٨٨	نسبة التغير % Δ	١٩٨٨	١٩٨٩	نسبة التغير % Δ
صافي ربح التشغيل (ص)	**١١١٠**	**٦٨٠**	**%٣٩**	**٦٨٠**	**٢٦٠**	**%٦٢**
صافي أرباح قابلة للتوزيع (ح)	**٦٣٠**	**١٠٥**	**%٨٣**	**١٠٥**	**(٤٠٠)**	**%٤٨١**
درجة دائنية التمويل = $\frac{\Delta ح}{\Delta ص}$	**-**	**-**	**٢,١٣**	**-**	**-**	**٧,٧٦**

يتبين من محتويات هذا الجدول أن المخاطر المالية والتي تم قياسها بدرجة دائنية التمويـل – اتجهـت نحـو التزايـد العنيف، الأمر الذي انعكس على تحول الأرباح إلى خسـائر بقيمة أكبر مما يؤكد الخلل في الهيكل التمويلي للشركة.

* تحليل المخاطر الكلية Total risk Analysis:

كما سبق أن ذكرنا أن تحليلنا للمخاطر الكلية يعتمد علـى العلاقة بين تغير صافي الأرباح القابلة للتوزيع والتغير فـي قيمة المبيعات، والتي تعكسها درجة الدائنية الكليـة والتـي يمكن قياسها من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (١٠)

بيان بتحليل المخاطر الكلية للشركة (ص)

بيـــان	١٩٨٧	١٩٨٨	نسبة التغير % Δ	١٩٨٨	١٩٨٩	نسبة التغير % Δ
قيمة المبيعات (ع)	**١١٠٠٠**	**١٠٠٠٠**	**%٩**	**١٠٠٠٠**	**٨٠٠٠**	**%٢٠**
صافي الأرباح القابلة للتوزيع (ح)	**٦٣٠**	**١٠٥**	**%٨٣**	**١٠٥**	**(٤٠٠)**	**%٤٨١**
درجة الدائنية الكلية = Δ ح / Δ ع	-	-	**٩,٢٢**	-	-	**٢٤**

يلاحظ أن المخاطر الكلية تتجه نحو التزايد العنيف فبعـد أن كان تغير قدره جنيه واحد في المبيعات يقابله تغير مماثل في صافي الأرباح القابلة للتوزيع قدره ٩,٢٢ جنيه وذلك في عام ١٩٨٨، أصبح الوضع في عام ١٩٨٩ أن تغيـر قـدره جنيه واحد في المبيعات يقابله تغير مماثل في صافي الأرباح القابلة للتوزيع قدره ٢٤ جنيه، الأمر الذي يؤكـد خطـورة الموقف المالي بالنسبة للشركة من خلال الخلل الشـديد فـي هيكلها التمويلي، وما لذلك بالضرورة من انعكاسات سـلبية خطيرة على نتائجها المالية، وعلى مدى قدرتها على البقـاء في دنيا الأعمال.

ومن الجدير بالذكر في هذا المجال أنه يمكن التوصل إلى نفس النتائج من خلال استخدام المعادلة المختصـرة والتـي تجمع بين كل من مخاطر الأعمال والمخاطرة المالية وهي:

د. ك = د ش × د. م

د. ك لعام ١٩٨٨ = ٤,٣٣ × ٢,١٣ = ٩,٢٢

د. ك لعام ١٩٨٩ = ٣,١ × ٧,٧٦ = ٢٤

وهنا قد يتساءل القارئ عن كيفيـة عـلاج هـذا الخلـل الواضح في الهيكل التمويلي للشركة والمتمثل فـي التزايـد الكبير في درجة المخاطر الكلية؟ والإجابة أننا ما زلنـا فـي مرحلة التشخيص الدقيق لمشكلة الفشل المالي للشركة (ص) وأن العلاج المقترح سوف نعرض له تفصيلاً فـي مرحلـة لاحقة، وعلى الرغم من ذلك نؤكد على ما سبق أن عرضناه تفصيلا: إن العلاج هنا سوف يتجه نحو تخفيض المخـاطر الكلية من خلال تخفيض المخاطر المالية علـى اعتبـار أن مخاطر الأعمال كمتغير مستقل تخرج عن نطاق تحكمنا مع عدم إهمال إمكانية تنفيذ العديد من الاقتراحات التي من شأنها تنمية مبيعات الشركة والحفاظ على استقرارها عند مسـتوى مقبول، وبالتالي إمكانية الاستفادة من الانعكاسات الإيجابيـة لتزايد مخاطر الأعمال المتمثلة فـي تزايـد درجـة دائنيـة التشغيل.

* تحليل مدى توازن الهيكل المالي

لقد سبق أن ذكرنا أن توازن الهيكل المالي يعني توافـق الهيكل التمويلي مع هيكل الأصول من خلال تطبيق مـنهج التغطية في التمويـل، والـذي يقضـي بضـرورة تمويـل الاستخدامات طويلة الأجل (الدائمة) بمصادر تمويل طويلـة الأجل (دائمة)، وضرورة تمويل الاستخدامات قصيرة الأجل (المؤقتة) بمصادر تمويل قصيرة الأجل (مؤقتة) وأن الخلـل في تطبيق هذا المنهج سوف يعكس أثره السـلبي المباشـرة على النتائج المالية. وهنا يجب التأكيد على أن تحليل مـدى توازن الهيكل المالي بدراسة مدى تطبيـق الشـركة لمـنهج التغطية في التمويل يجب أن يتم من خلال قائمة المصـادر والاستخدامات، على الرغم من أننا هنا سوف نعتمد تجـاوزا على قائمة المركز المالي للشركة بعد إعادة تجهيزها لخدمـة أغراض التحليل، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (١١)

بيان بتحليل الهيكل المالي للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيـ ـان	قيمة	%	قيمة	%	قيمة	%
*** مصادر تمويل دائمة**	**٣٦١٠**	**%٦٦**	**٣٧٨٨**	**%٥٥**	**٣٨٨٣**	**%٤٥**
*** مصادر تمويل مؤقتة**	**١٩٠٠**	**%٣٤**	**٣٠٩٥**	**%٤٥**	**٤٨٠٠**	**%٥٥**
إجمالي	**٥٥١٠**	**%١٠٠**	**٦٨٨٣**	**%١٠٠**	**٨٦٨٣**	**%١٠٠**
بيان						
استخدامات دائمة	**٣٧٢٠**	**%٦٨**	**٤٢٣٣**	**%٦١**	**٤٩٤٨**	**%٥٧**
استخدامات مؤقتة	**١٧٩٠**	**%٣٢**	**٢٦٥٠**	**%٣٩**	**٣٧٣٥**	**%٤٣**
إجمالـــــي	**٥٥١٠**	**%١٠٠**	**٦٨٨٣**	**%١٠٠**	**٨٦٨٣**	**%١٠٠**

يتبين من محتويات الجدول السابق أنه بالنسبة لعام ١٩٨٧ فإن الهيكل المالي يقترب من التوازن الملحوظ، حيـث تـم تمويل استخدامات دائمة بمصادر تمويل مؤقتة بمعـدل ٢% في حين اتجه الهيكل المالي إلى الاخـتلاط خـلال سـنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩، حيث تم تمويل استخدامات دائمة بمصـادر تمويل مؤقتة بمعدل ٦%، ١٢% على التوالي، الأمر الـذي سيعكس بالضرورة أثره السلبي على النتائج المالية للشركة،

وبالتالي مواجهتها لمشكلة الفشل المالي. ويمكـن أن يرجـع ذلك الخلل إلى:

توسع الشركة في الاستثمارات الدائمة بدرجة أكبـر مـن حجم السوق، مع وجود طاقات متاحة غير مستغلة.

- استخدام مجموعة مختارة من المؤشرات المالية.

الواقع إنه يمكن تحليل مدى سـلامة القـرارات الماليـة المتعلقة باستخدام عدد من المؤشرات المالية وهي:

١- درجة التوازن بين حقوق الملكية والأصول الثابتة.

$$= \frac{\text{صافي حقوق الملكية}}{\text{صافي الأصول الثابتة}} \times ١٠٠$$

من المبادئ التمويلية المعروفة ما يتعلق بضرورة تمويل الأصول الثابتة بكامل قيمتها أو بدرجة كبيرة عـن طريـق الأموال المملوكة، ومن المنطقي أن هـذه العلاقـة سـتكون متوازنة إذا كانت نتيجة هذا المؤشر ١٠٠%.

ويوضح الجدول التالي العلاقة المذكورة:

جدول رقم (١٢)

بيان بالعلاقة بين حقوق الملكية

والأصول الثابتة للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـــان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي حقوق الملكية	**٢٦٦٧**	**١٠٠**	**٢٤٨٣**	**٩٣**	**٢٣٨٣**	**٨٩**
÷						
صافي أصول ثابتة	**٣٤٣٠**	**١٠٠**	**٣٩٨٣**	**١١٦**	**٤٢٨٣**	**١٢٥**
نتيجة المؤشر %	**%٧٨**	**-**	**%٦٢**	**-**	**%٥٧**	**-**

يتأكد من نتائج هذا المؤشر الموضحة بالجـدول الخلـل الواضح في العلاقة بين الأصول الثابتـة وصـافي حقـوق الملكية، حيث تساهم حقوق الملكية بدرجة محدودة في تمويل الأصول الثابتة، وأن هذه العلاقة تتجـه نحـو مزيـد مـن التدهور. والسبب في ذلك كما توضحه الأرقام القياسية هـو التناقص المستمر في قيمة حقوق الملكية مع التزايد المستمر في الاستثمارات المتعلقة بالأصول الثابتة.

٢- درجة التوازن بين مصادر التمويل الدائمـة والأصـول الثابتة.

$$= \frac{\text{صافي حقوق ملكية + خصوم طويلة الأجل}}{\text{صافي الأصول الثابتة}} \times ١٠٠$$

يعكس هذا المؤشر وجهة النظر التحليلية الأقـل تحفظـاً، حيث يسمح بتمويل جزء محدود من الأصول الثابتة بخصوم طويلة الأجل إلى جانب المصدر الأساسي المتمثل في حقوق الملكية، في حين يعكس المؤشر الأول وجهة النظر التحليلية الأكثر تحفظًا والمتمثلة في ضرورة تمويل الأصول الثابتـة بكامل قيمتها من حقوق الملكية.

ومن المنطقي أيضا أن هذه العلاقة ستكون متوازنة فيمـا إذا كانت نتيجة هذا المؤشر ١٠٠% ويوضح الجدول التـالي تحليلاً للعلاقة المذكورة.

جدول رقم (١٣)

بيان بالعلاقة بين مصادر التمويل الدائمة والأصول الثابتة للشركة (ص)

(القيمة بالألاف جنيه)

سنوات / بيـان	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي حقوق الملكية + خصوم طويلة الأجل	**٣٦١٠**	**١٠٠**	**٣٧٨٨**	**١٠٥**	**٣٨٨٣**	**١٠٨**
÷						
صافي أصول ثابتة	**٣٤٣٠**	**١٠٠**	**٣٩٨٣**	**١١٦**	**٤٢٨٣**	**١٢٥**
نتيجة المؤشر %	**%١٠٥**	**-**	**%٩٥**	**-**	**%٩١**	**-**

ويتأكد من نتائج هذا المؤشـر الموضـحة بالجـدول أن العلاقة بدأت متوازنة بشكل ملحوظ، ثم اتجهت نحو التدهور المستمر، والسبب في ذلك كما توضحه الأرقام القياسية هـو زيادة مصادر التمويل الدائمـة بدرجـة أقـل مـن زيـادة الاستثمارات في الأصول الثابتة. وهنا يجب التأكيد علـى أن الزيادة المذكورة في مصادر التمويل الدائمة تنحصر فقط في الخصوم طويلة الأجل، حيث تبين من تحلـيلات سـابقة أن حقوق الملكية تتجه نحو التناقص في قيمتها مع اتجاه قيمـة الخصوم طويلة الأجل نحو التزايد.

٣- درجة التوازن بين الديون وحقوق الملكية.

$$= \frac{\text{إجمال الديون}}{\text{صافي حقوق الملكية}} \times ١٠٠$$

يهدف هذا المؤشر إلى تحديد درجة التوازن الفعلي بـين كل من التمويل بالملكية والتمويل بالمديونية، حيـث يفضـل المساهمون أن تكون نتيجة هذا المؤشر مرتفعة فـي حـين يفضلها الدائنون منخفضة، في حين نجد أن إدارة الشركة في موقف وسط حيث تسعى إلى إرضاء كل مـن المسـاهمين والمقرضين.

جدول رقم (١٤)

بيان بالعلاقة بين إجمالي الديون وحقوق

الملكية للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـــان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
إجمالي الديون	**٢٨٤٣**	**١٠٠**	**٤٤٠٠**	**١٥٥**	**٦٣٠٠**	**٢٢٢**
÷						
صافي حقوق ملكية	**٢٦٦٧**	**١٠٠**	**٢٤٨٣**	**٩٣**	**٢٣٨٣**	**٨٩**
نتيجة المؤشر %	**%١٠٧**	**-**	**%١٧٧**	**-**	**%٢٦٤**	**-**

في واقع الأمر فإن نتائج هذا المؤشر لا تعكـس جديـدا، حيث أتت تأكيدا للنتائج التي سبق التوصل إليها حيث، تأكـد الخلل الواضح في العلاقة بين إجمالي الديون وحقوق الملكية، والتي اتجهت نحو التدهور نتيجة زيادة قيمة الديون بمعدلات مرتفعة، في الوقت الذي تتجه فيـه حقـوق الملكيـة نحـو الانخفاض.

* برنامج تحليل قرارات الاستثمار

يهدف هذا البرنامج التحليلي إلى الوقوف على مدى سلامة القرارات المالية والمتعلقة بالاستثمار، أو بمعنى آخر الوقوف على مدى كفاءة استخدام الأموال التي أتيحت للشركة موضع التطبيق والتي تنعكس محاسبيا كما سبق أن ذكرنا في جانب الأصول من الميزانية العمومية للشركة، ومدى انعكاس كـل ذلك على النتائج المالية للشركة.

والواقع إن القرارات الاستثمارية وبشكل عام تبدأ بتوزيع المبلغ الإجمالي المخصص للاستثمار (مجمـوع الأصـول) على مجموعات الاستثمار المختلفة، سواء الثابتـة المتعلقـة بالتشغيل أو الاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل بالشكل الذي يتوافق مع طبيعة النشاط، ثم يلي ذلك إقرار التوزيع الداخلي أو التفصيلي للمبلغ الذي تم إقـراره لكـل مجموعـة مـن المجموعات على عناصرها المختلفـة، وأخيـرا القـرارات المتعلقة بإدارة كل عنصر من عناصر الاستخدامات العديـدة والمكونة للمجموعات الرئيسية.

وبناء على ذلك فإن برنامج تحليل قـرارات الاسـتثمار يتضمن أربع مراحل أساسية هي:

(أ) تحليل مدى سلامة هيكل الأصول.

(ب) تحليل مدى كفاءة استخدام رأس المال المستثمر.

(ج) تحليل مدى كفاءة إدارة المجموعات الرئيسية للأصول.

(د) تحليل مدى كفاءة إدارة عناصر رأس المال العامل.

ونعرض فيما يلي للجانب التطبيقي للبرنامج المذكور.

(أ) تحليل مدى سلامة هيكل الأصول:

يهدف هذا التحليل إلى تقييم القرار المالي المتعلق بتوزيع الاستثمار الإجمالي على مجموعاته المختلفة ومدى تمشيه مع طبيعة النشاط موضع التحليل، ويمكن تطبيق ذلـك المفهـوم على الشركة (ص) من خلال محتويات الجدول التالي:

سنوات	١٩٨٧			١٩٨٨			١٩٨٩		
بيـان	قيمة	%	رقم قياس	قيمة	%	رقم قياس	قيمة	%	رقم قياس
صافي أصول ثابتة	**٣٤٣٠**	**%٦٢**	**١٠٠**	**٣٩٨٣**	**%٥٨**	**١١٦**	**٤٢٨٣**	**%٤٩**	**١٢٥**
أصول شبه ثابتة	**٢٩٠**	**%٥**	**١٠٠**	**٢٥٠**	**%٤**	**٨٦**	**٦٦٥**	**%٨**	**٢٢٩**
أصول متداولة (ر. م عامل)	**١٧٩٠**	**%٣٣**	**١٠٠**	**٢٦٥٠**	**%٣٨**	**١٤٨**	**٣٧٣٥**	**%٤٣**	**٢٠٩**
إجمالي أصول	**٥٥١٠**	**%١٠٠**	**-**	**٦٨٨٣**	**%١٠٠**	**-**	**٨٦٨٣**	**%١٠٠**	**-**

توضح محتويات الجدول السابق أن هناك توازن ملحـوظ في هيكل أصول الشركة (ص) من حيث تمشيه مع طبيعـة نشاطها الصناعي. وعلى ذلك يمكن التأكيد على أن الخلل في الهيكل المالي للشركة يرجع إلى خلل الهيكل التمويلي وهـو الأمر الذي سبق تحليله في أجزاء سابقة.

(ب) تحليل مدى كفاءة استخدام رأس المال المستثمر

إن اصطلاح رأس المال المستثمر في الفكر المالي يعكس الأجل المستقبلي الطويل، سواء فيمـا يتعلـق باسـتخدامات الأموال أو مصادر تمويلها، حيث يعني الاستخدامات الدائمة أو طويلة الأجل، وكذلك مصادر التمويل الدائمة أو طويلـة الأجل، حيث تعني الأولى صافي الأصـول الثابتـة وشـبه الثابتة، بالإضافة إلى الجزء الدائم من رأس المـال العامـل (صافي رأس المال العامل)، في حين تعني الثانيـة صـافي حقوق الملكية بالإضافة إلى الخصوم طويلة الأجل، وعلـى ذلك يمكن استخدام هذه المفاهيم في احتساب قيمة رأس المال المستثمر من جانبي الميزانية العمومية.

وفي هذا المجال التحليلي، تقوم بدراسة توزيع رأس المـال المستثمر بين كل من صافي الأصول الثابتـة وشـبه الثابتـة

وصافي رأس المال العامل – حيث تقضي المبـادئ التمويليـة بضرورة إقرار هذا التوزيع بما يتمشى مع طبيعة نشاط الشركة موضع التحليل، حيث إن هناك ضرورة لتنفيذ ما يلي:

طبيعة النشاط بيـــان	صناعي	زراعي/ خدمي	تجاري
صافي أصول ثابتـة + أصول شبه ثابتة صافي رأس مال عامل	وزن نسبي أكبر ⇓ وزن نسبي أقل	وزن نسبي أكبر ⇓ وزن نسبي أقل	وزن نسبي أقل ⇓ وزن نسبي أكبر
	١٠٠%	١٠٠%	١٠٠%

ويمكن تطبيق المفاهيم المذكورة على الشركة (ص) مـن خلال الجدول التالي:

جدول رقم (١٥)

بيان مقارن بتحليل كفاءة استخدام رأس المال المستثمر في الشركة (ص) الصناعية

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات بيـان	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	%	قيمة	قيمة	%	قيمة
صافي أصول ثابتة وشبه ثابتة	٣٧٢٠	١٠٣%	٤٢٣٣	١١٢%	٤٩٤٨	١٢٧%
+						
صافي رأس مال عامل (أ م – خ م)	(١١٠)	- ٣%	(٤٤٥)	- ١٢%	(١٠٦٥)	- ٢٧%
رأس مال مستثمر	٣٦١٠	١٠٠%	٣٧٨٨	١٠٠%	٣٨٨٣	١٠٠%

يتبين من محتويات الجدول السابق أن الاستثمارات في الأصول الثابتة وشبه الثابتة تزيد في قيمتها عن القيمة الإجمالية لرأس المال المستثمر وذلك من خلال ظهور صافي رأس المال العامل بقيمة سالبة وبصورة اتجاهية متصاعدة، الأمر الذي يعكس عدم كفاءة الشركة في استخدام رأس المال المستثمر. وفي هذا المجال نؤكد على الارتباط الكامل بين عناصر المركز المالي للشركة، حيث الخطأ في مجال الاستثمار بالتوسع المبالغ في حجم الاستثمارات مع عدم كفاية مصادر التمويل الملائمة لمواجهة هذا التوسع الغير مدروس، وبالتالي تمويل هذا النقص بمصادر قصيرة الأجل.

(ج) تحليل مدى كفاءة إدارة المجموعات الرئيسية للأصول:

إن المجموعات الرئيسية المكونة لجانب الأصول من الميزانية العمومية والتي تعكس القرارات الاستثمارية باختلاف آجالها في ثلاث مجموعات رئيسية هي:

- الأصول الثابتة.
- الأصول المتداولة (رأس المال العامل).
- الأصول المشغلة (إجمالي الأصول – أصول شبه ثابتة).

والواقع إن تحليل مدى كفاءة أي شركة فـي إدارة هـذه المجموعات الثلاثة يعتمد على مؤشر مالي ذي بسط ثابـت وهو قيمة المبيعات، ومقام متغير يتحدد مـن خـلال اسـم المؤشر المالي المستخدم، وعلى ذلك فسوف نستخدم ثلاثـة مؤشرات يحويها الجدول التالي:

جدول رقم (١٦)

بيان مقارن بتحليل كفاءة إدارة المجموعات الرئيسية للأصول للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
بيـــان	قيمة	%	قيمة	قيمة	%	قيمة
قيمة المبيعات	١١٠٠٠	١٠٠	١٠٠٠٠	٩١	٨٠٠٠	٨٠
صافي أصول ثابتة	٣٤٣٠	١٠٠	٣٩٨٣	١١٦	٤٢٨٣	١٢٥
١- معدل دوران أصول ثابتة	٣,٢ مرة	-	٢,٥ مرة	-	٢ مرة	-
أصول مشتغلة	١٧٩٠	١٠٠	٢٦٥٠	١٤٨	٣٧٣٥	٢٠٩
٢- معدل دوران رأس مال عامل	٦ مرة	-	٤ مرة	-	٢ مرة	-
أصول مشغلة	٥٢٢٠	١٠٠	٦٦٣٣	١٢٧	٨٠١٨	١٥٤
٣- معدل دوران أصول مشغلة	٢ مرة	-	١,٥ مرة	-	١ مرة	-

بالنظر إلى محتويات الجدول السابق يتبـين أن معـدلات الدوران الثلاثة ظهرت بنتائج مقبولة في عـام ١٩٨٧، ثـم

اتجهت نحو الانخفاض في سنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩، الأمر الذي يعكس ضعف كفاءة إدارة الشركة لعناصر أصولها الثلاثة. ومن الملاحظ أن اتجاه المبيعات نحو الانخفاض مع اتجاه كل من الأصول الثابتة – رأس المال العامل وإجمالي الأصول المشغلة نحو التزايد يعكس التفسير الرياضي لاتجاه معدلات الدوران نحو الانخفاض.

(د) تحليل مدى كفاءة إدارة عناصر رأس المال العامل.

يقصد رأس المال العامل الإجمالي مجموع الأصول المتداولة والتي تتميز بالتحول إلى الصورة النقدية خلال عام على الأكثر، حيث تتضمن هذه الأصول بالإضافة إلى النقدية الاستثمارات المؤقتة وحسابات العملاء والمخزون السلعي.

والواقع أن كفاءة إدارة رأس المال العامل تنحصر بالدرجة الأولى في ضرورة الاستثمار في الأصول المتداولة بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة العائد من الاستثمار عن تكلفته، مع التأكيد على أهمية هذا النوع من الاستثمار الذي يمثل نسبة كبيرة من جملة الاستثمارات بالنسبة للكثير من المشروعات، بالإضافة إلى أن القرارات المالية المتعلقة برأس المال العامل وفي أغلب الحالات لا تقبل التأجيل لما قد

يترتب على ذلك من نقص في السيولة وفقدان المنشأة لبعض عملائهـا. وتـزداد أهميـة رأس المـال العامـل بالنسـبة للمشروعات التجارية وكذلك المشروعات الصناعية صغيرة الحجم، حيث تحرص الأخيرة في أغلب الحالات على شراء احتياجاتها في صورة منتجات نصف مصـنوعة بـدلاً مـن شرائها في صورة مواد خام، حيث يتطلب ذلك استثمارا أقل في الأصول الثابتة واستثمارا أكبر في الأصـول المتداولـة وخاصة المخزون السلعي.

أن إجمالي رأس المال العامل والذي يتمثل كما سـبق أن ذكرنا في مجموع الأصول المتداولة يتضمن ثلاثة عناصـر أساسية وهي:

- النقدية والاستثمار في الأوراق المالية.
- الحسابات المدينة (العملاء).
- المخزون السلعي.

وبناء على ذلك فإن التحليل هنا سوف يتضمن المجـالات الثلاثة التالية:

× تحليل مدى كفاءة إدارة النقدية والاسـتثمارات فـي الأوراق المالية قصيرة الأجل.

تمثل النقدية والاستثمارات المالية أكثر عناصر الأصـول المتداولة سيولة من حيث كونها أكثر تلك العناصر صلاحية في مواجهة مخاطر السـيولة التـي تواجـه المشـروعات والمتمثلة في مواجهة الالتزامـات العاجلـة والاحتياجـات المفاجئة. حيث إن عنصر النقديـة ينحصـر فـي العملـة المتواجدة في خزينة المنشأة، بالإضافة إلى رصيد حسـابها الجاري في البنوك، حيث يتم الاحتفاظ بالنقدية لتحقيق أربعة أغراض أساسية تنعكس في أربعة دوافع أساسية أيضا هي:

* دافع المعاملات Trvansaction Motive

والذي يعني مواجهة الالتزامات الأساسية مثل دفع المهايا والأجور وشراء المواد الخام ومستلزمات الإنتاج... إلخ.

* دافع الاحتياط Precautionary Motive

والذي يعني مواجهة التدفقات النقديـة الخارجـة غيـر المتوقعة.

* دافع المضاربة Speculative Motive

والذي يعني إمكانية التصدي للفرص المتاحة والتي مـن شأنها تحقيق قدر من الزيادة في الإيرادات أو تحقيق قدر من الوفورات في التكاليف، مثل اسـتغلال فرصـة الانخفـاض

المتوقع في أسعار الفائدة في شراء كميات إضافية من الأوراق المالية لتحقيق أرباح رأسمالية، واستغلال فرص الخصم المعلن عنه من الموردين للمواد الخام ومستلزمات الإنتاج في شراء كميات كبيرة وتخزينها خلال فترة الخصم... إلخ.

* دافع التعويض Compensating Motive

والذي يعني احتفاظ الشركة بحد أدنى من النقدية في حسابها الجاري، بهدف العمل على تعويض البنك الذي تتعامل معه عن التكلفة التي يتحملها والمرتبطة بالتسهيلات المختلفة التي يقدمها للشركة، بالإضافة إلى تعويضه عن كل أو جزء من تكلفة خدمة الحساب.

ونؤكد هنا على أنه ليس من الأمور الحتمية أن تحتفظ الشركة بالرصيد النقدي لأغراض المعاملات والاحتياط والمضاربة في صورة نقدية بالخزينة أو حسابها الجاري، حيث يمكن الاحتفاظ بجزء من هذا الرصيد في صورة استثمارات أوراق مالية يمكن تحويلها إلى نقدية عند الحاجة إلى ذلك. ويتأكد مما سبق أن الدوافع الأربعة المذكورة سوف تستخدم عمليا في تحديد حجم الاستثمارات في النقدية، في

حين أن تحديد حجم الاستثمار في الأوراق الماليـة سـوف يخضع لحسابات التكلفة والعائد المرتبط بتلك الاسـتثمارات، وذلك في ضوء محدد أساس وهو حجم الاسـتثمارات فـي النقدية.

ومن المنطقي أن تحليل مدى كفاءة الشـركة فـي إدارة عنصري النقدية والاستثمارات في الأوراق المالية قصـيرة الأجل، سوف يعتمد على التحديـد الـدقيق لمفهـوم الإدارة العلمية لهذين العنصرين، حيث تعددت النماذج المستخدمة في هذا المجال وذلك تحت إطار محدد من أساسين يتمثلان فـي تخفيض النقدية السائلة وشبه السائلة إلى أدنى حد ممكن، مع الحرص على عدم انخفاض الرصيد بالشكل الـذي يعـرض الشركة لمخاطر الفشل في سداد المستحقات أو ضياع فرص لتحقيق مكاسب محتملة. ومن أشهر هذه النماذج نموذج ميلر وأر Miller-Orr والذي يطلق عليه نموذج حـدود الرقابـة Control-Limt order والذي يعتمد على المفاهيم الآتية [1]:

(1) Miller, M. H. and orr, D. A Model of Demand for Money by firms, Quarterly Journal of economics, 80 (Aug. 1966) p. 420.

- ضرورة وضع حد أقصى وحد أدنى لرصيد النقدية.
- عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأقصى الذي تم تحديده يتم شراء كميات إضافية من الأوراق المالية حتى ينخفض رصيد النقدية إلى مستوى معين يطلق عليه نقطة الارتداد Cash Return point.
- عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأدنى الذي تم تحديده، يتم بيع كمية معينة من الأوراق المالية حتى يرتفع رصيد النقدية إلى نقطة الارتداد.

ويتحدد النموذج المذكور بالمعادلات الثلاثة الآتية:

$$ر = \sqrt[٣]{\frac{٣\ ط\ \sigma^{٢}}{٤\ ع}} \quad .... \quad (١)$$

$$س = ٣\ ر \quad .... \quad (٢)$$

$$\text{متوسط رصيد النقدي المعياري} = \frac{س + ر}{٣} \quad .... \quad (٣)$$

حيث إن:

ر تمثل نقطة الارتداد.

$\sigma^{٢}$ تمثل الانحراف المعياري لصافي التدفقات النقدية اليومية.

،ط التكاليف الثابتة لبيع أو شراء كمية معينة من الأوراق المالية.

،ع تمثل معدل العائد على استثمارات الأوراق المالية في اليوم الواحد.

،س تمثل الحد الأقصى المعياري لرصيد النقدية.

ومن الواضح أن النموذج المذكور يخلو من الحد الأدنـى المعياري لرصيد النقدية، حيث يفترض أنه مساوي للصـفر من خلال افتراض أساسـي يتمثـل فـي أن أوامـر بيـع الاستثمارات في الأوراق المالية يمكن أن تصدر وتنفذ فـي لحظة وصول رصيد النقدية بخزائن الشركة إلـى الصـفر، وهو الأمر الذي لا يمكن التسليم بصحته عمليا. حيث يتحـتم أن يكون الحد الأدنى للرصيد رقما موجبا والذي يمثل رصيد الأمان بالنسبة للشركة، والذي تتحدد قيمته الموجبة المعيارية بالعديد من العوامل؛ أهمها سـيكولوجية الإدارة للمخـاطرة، وكذلك القوة الاقتراضية للشركة، حيث ينخفض رصيد الأمان بزيادة قدرة الشركة على الاقتراض وقت الحاجـة، وميـل الإدارة نحو الجرأة والمخاطرة.

وبناء على ذلك فقد قام آخرون [1] بتطوير النموذج السابق لكي يستوعب رصيد الأمان والذي يرمز له بالرمز (ح).

وعلى ذلك يتمثل النموذج في المعادلات الثلاثة الآتية:

$$\text{ر} = \sqrt[٣]{\frac{٣\ \text{ط}\ \sigma^{٢}}{٤\ \text{ع}}} + \text{ح}$$

$$\text{س} = ٣\ \text{ر} - ٢\ \text{ح}$$

$$\text{متوسط رصيد النقدية المعياري} = \frac{\text{س} + \text{ر}}{٣} + \text{ح}$$

ومن الواضح الآن أن تحليلنا لمدى كفاءة الشـركة (ص) في إدارة عنصري النقدية والاستثمارات في الأوراق المالية قصيرة الأجل سوف يتم من خلال تطبيـق نمـوذج بيتـي وزملائه، الأمر الذي يتطلب ضرورة الحصول على مزيـد من المعلومات عن الشـركة واللازمـة لتطبيـق النمـوذج المذكور، حيث تمثلت هذه المعلومات الإضافية في الآتي:

---

(1) Petty, J. W. Keown, A. J. scott, Jr. D. F. and Martin J. D, Basic Financial Management, 2nd ed. (Englewood cliffs, N. Y: pentic Hall, 1982) p. 183.

- اتضح أن رصيد الأمان في الشركة يبلـغ ٢٠٠٠٠٠ جنيه.
- أن متوسط معدل العائد السنوي على الاستثمار فـي الأوراق المالية قصيرة الأجل يبلغ ١٢%.
- أن التكاليف الثابتة لشـراء أو بيـع مجموعـة مـن الأوراق المالية تبلغ ١٠٠٠ جنيه.
- أن الانحراف المعياري لصافي التدفقات النقدية اليومية يبلغ ٢٠٠٠ جنيه.

وبناء على ذلك فإن تقييم إدارة النقدية في الشـركة (ص) سوف يتم كما يلي:

$$\text{ر} = \sqrt[٣]{\frac{\text{٣ ط } \sigma^{٢}}{\text{٤ ع}}} + \text{ح}$$

$$\therefore \text{ر (نقطة الارتداد)} = \sqrt[٣]{\frac{٣ \times ١٠٠٠ \times (٢٠٠٠)^{٢}}{٤ \times ٠,٠٠٠٣٣}} + ٢٠٠٠٠٠$$

= ٢٠٩٦٨٧ جنيه

س = ٣ ر – ٢ ح

(الحد الأقصى لرصيد النقدية) = ٣ × ٢٠٩٦٨٧ – ٢ × ٢٠٠,٠٠٠ جنيه

$$\text{متوسط رصيد النقدية المعياري} = \frac{\text{س + ر}}{٣} + \text{ح}$$

$$= \frac{٢٠٩٦٨٧ + ٢٢٩٠٦١}{٣} + ٢٠٠,٠٠٠ \text{ جنيه}$$

= ٣٤٦٢٤٩ جنيه.

ونؤكد هنا على أن تقييم الموقف سيتم من خلال المقارنة بين متوسطي الرصيد الفعلي والمعياري للنقدية وذلك على اعتبار أن متوسط الرصيد الفعلي

$$= \frac{\text{رصيد أول المدة + رصيد آخر المدة}}{٢} + \text{ح}$$

الأمر الذي حتم علينا الرجوع إلى قائمة المركز المالي لعام ١٩٨٦ والتي تمثل محتوياتها تلك الأرصدة التي بدأت بها الشركة أعمالها في عام ١٩٨٧ حيث ظهرت هذه الأرصدة كما يلي:

٢٦٠ ألف جنيه رصيد النقدية في ١٩٨٧/١/١.

٤٠ ألف جنيه رصيد الأوراق المالية في ١٩٨٧/١/١.

هذا ويمكن إجراء التقييم المذكور من خلال محتويات الجدول الآتي:

جدول رقم (١٧)

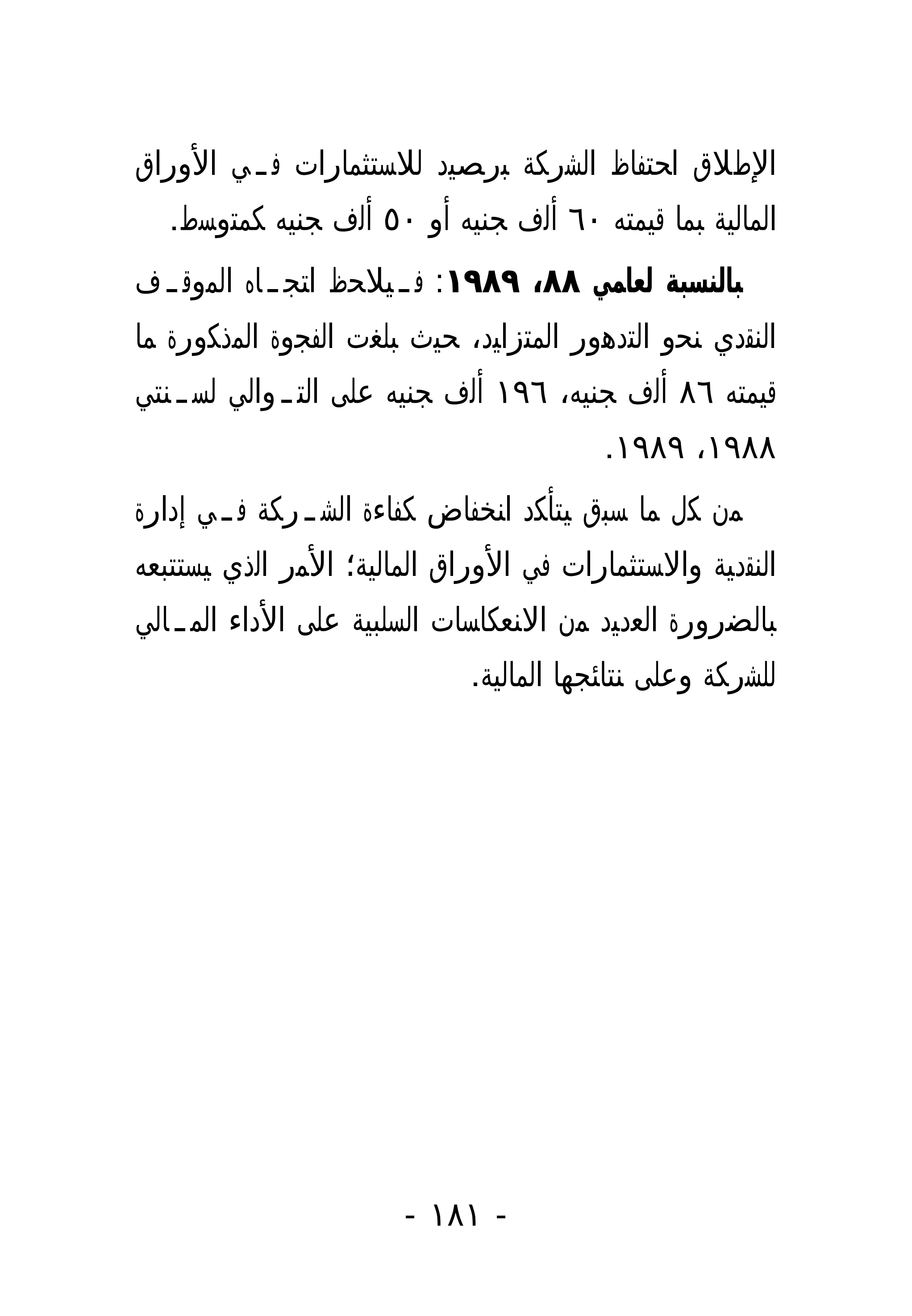
بيان بتحليل الموقف النقدي للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنـــوات / بيـــان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
- رصيد فعلي للنقدية آخر العام	٣٢٠	٢٠٠	١٠٠
- رصيد فعلي للنقدية أول العام	٢٦٠	٣٢٠	٢٠٠
- متوسط رصيد فعلي للنقدية	٢٩٠	٢٦٠	١٥٠
- متوسط رصيد معياري للنقدية	٣٤٦	٣٤٦	٣٤٦
* متوسط فعلي لرصيد الاستثمارات في الأوراق المالية	٥٠	١٠٥	٧٥

وتؤكد محتويات الجدول الموضح الانخفاض الملحوظ في كفاءة الشركة فيما يتعلق بإدارة النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل في الأوراق المالية حيث نجد أن:

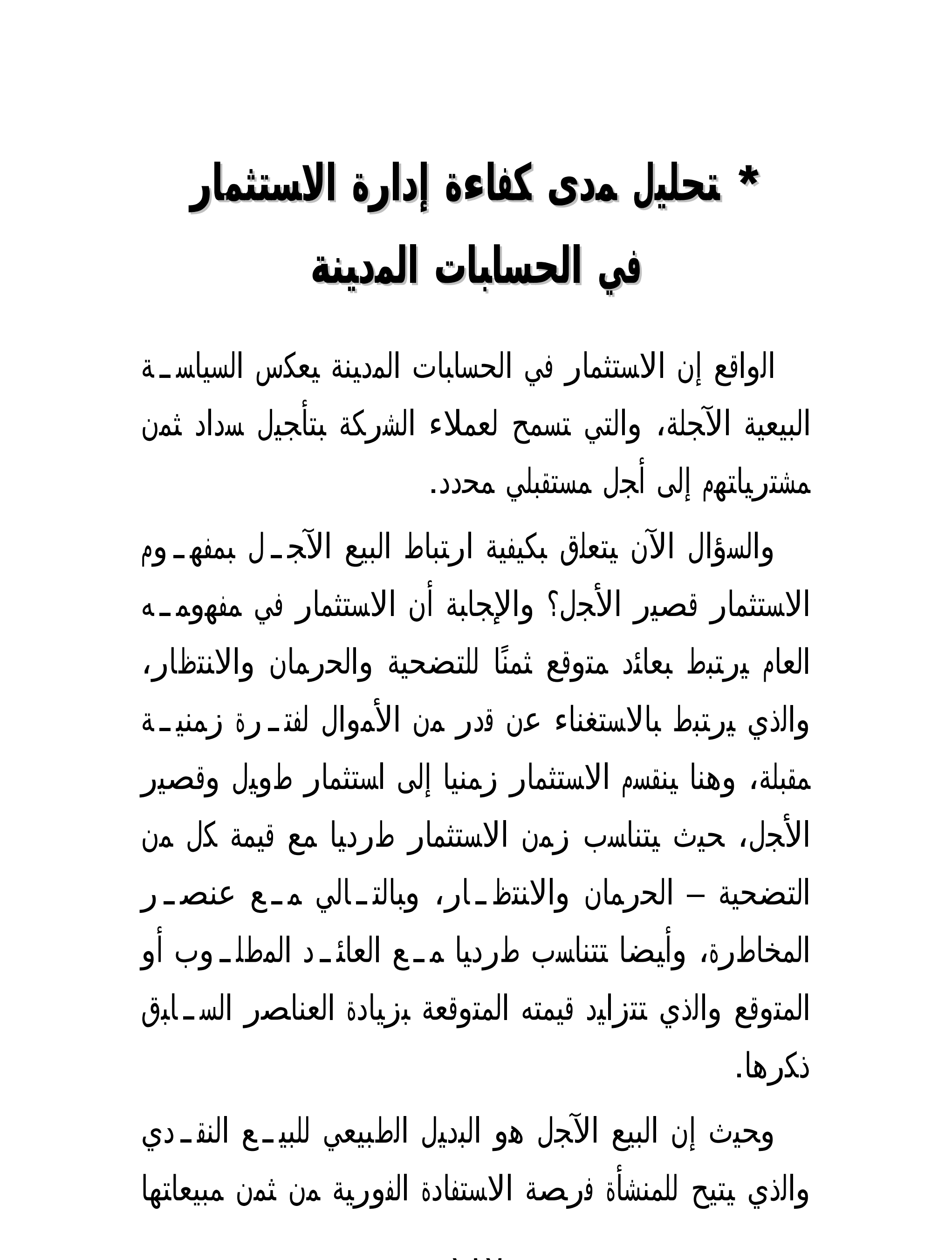
بالنسبة لعام ١٩٨٧: متوسط الرصـيد الفعلـي للنقديـة بخزائن الشركة ولدى البنوك يقل عـن متوسـط الرصـيد المعياري بما قيمته ٥٦ ألف جنيه، الأمر الذي لا يبرر على



الإطلاق احتفاظ الشركة برصيد للاستثمارات فـي الأوراق المالية بما قيمته ٦٠ ألف جنيه أو ٥٠ ألف جنيه كمتوسط.

بالنسبة لعامي ٨٨، ١٩٨٩: فـيلاحظ اتجـاه الموقـف النقدي نحو التدهور المتزايد، حيث بلغت الفجوة المذكورة ما قيمته ٨٦ ألف جنيه، ١٩٦ ألف جنيه على التـوالي لسـنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩.

من كل ما سبق يتأكد انخفاض كفاءة الشـركة فـي إدارة النقدية والاستثمارات في الأوراق المالية؛ الأمر الذي يستتبعه بالضرورة العديد من الانعكاسات السلبية على الأداء المـالي للشركة وعلى نتائجها المالية.

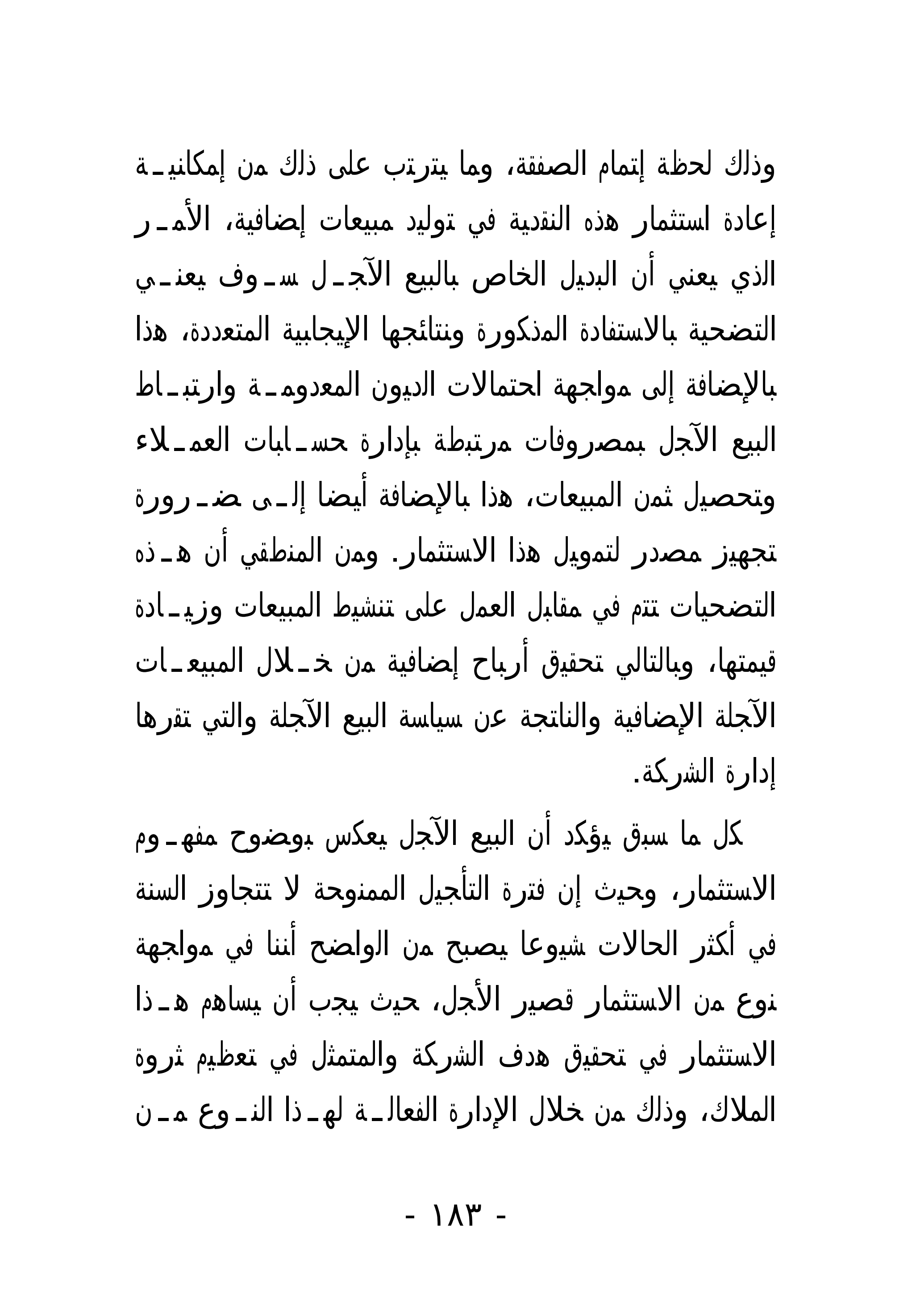


* تحليل مدى كفاءة إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة

الواقع إن الاستثمار في الحسابات المدينة يعكس السياسة البيعية الآجلة، والتي تسمح لعملاء الشركة بتأجيل سداد ثمن مشترياتهم إلى أجل مستقبلي محدد.

والسؤال الآن يتعلق بكيفية ارتباط البيع الآجل بمفهوم الاستثمار قصير الأجل؟ والإجابة أن الاستثمار في مفهومه العام يرتبط بعائد متوقع ثمنًا للتضحية والحرمان والانتظار، والذي يرتبط بالاستغناء عن قدر من الأموال لفترة زمنية مقبلة، وهنا ينقسم الاستثمار زمنيا إلى استثمار طويل وقصير الأجل، حيث يتناسب زمن الاستثمار طرديا مع قيمة كل من التضحية – الحرمان والانتظار، وبالتالي مع عنصر المخاطرة، وأيضا تتناسب طرديا مع العائد المطلوب أو المتوقع والذي تتزايد قيمته المتوقعة بزيادة العناصر السابق ذكرها.

وحيث إن البيع الآجل هو البديل الطبيعي للبيع النقدي والذي يتيح للمنشأة فرصة الاستفادة الفورية من ثمن مبيعاتها



وذلك لحظة إتمام الصفقة، وما يترتب على ذلك من إمكانيـة إعادة استثمار هذه النقدية في توليد مبيعات إضافية، الأمـر الذي يعني أن البديل الخاص بالبيع الآجـل سـوف يعنـي التضحية بالاستفادة المذكورة ونتائجها الإيجابية المتعددة، هذا بالإضافة إلى مواجهة احتمالات الديون المعدومـة وارتبـاط البيع الآجل بمصروفات مرتبطة بإدارة حسـابات العمـلاء وتحصيل ثمن المبيعات، هذا بالإضافة أيضا إلـى ضـرورة تجهيز مصدر لتمويل هذا الاستثمار. ومن المنطقي أن هـذه التضحيات تتم في مقابل العمل على تنشيط المبيعات وزيـادة قيمتها، وبالتالي تحقيق أرباح إضافية من خـلال المبيعـات الآجلة الإضافية والناتجة عن سياسة البيع الآجلة والتي تقرها إدارة الشركة.

كل ما سبق يؤكد أن البيع الآجل يعكس بوضوح مفهـوم الاستثمار، وحيث إن فترة التأجيل الممنوحة لا تتجاوز السنة في أكثر الحالات شيوعا يصبح من الواضح أننا في مواجهة نوع من الاستثمار قصير الأجل، حيث يجب أن يساهم هـذا الاستثمار في تحقيق هدف الشركة والمتمثل في تعظيم ثروة الملاك، وذلك من خلال الإدارة الفعالـة لهـذا النـوع مـن

الاستثمار والذي تتمثل في الحرص على أن يكون العائد منه أكبر من تكلفته (Cost Benefit Analysis).

إن سياسة الاستثمار في الحسابات المدينة تتحدد من خلال سياسة الائتمان والتحصيل التي تطبقها الشركة، والتي مـن خلالها يمكن تقييم مدى الكفاءة في إدارة هـذا النـوع مـن الاستثمار.

وقبل أن نعرض للجانب التطبيقي لبرنامج التقييم الخاص بهذا المجال يهمنا التأكيد على المفاهيم والافتراضات الآتية:

١- إن قيمة الاستثمار في الحسابات المدينة يتمثل فـي قيمة المبيعات الآجلة السنوية.

٢- إن سياسة البيع الآجل سوف تزيد من قيمة المبيعات مقارنة بسياسة البيع النقدي، وأن التوسع في سياسة الائتمان المطبقة يرتبط أيضا بتوقيع مبيعات إضافية مقارنة بسياسة الائتمان الأقل تسهيلاً.

٣- إن سياسة البيع الآجل ترتبط بعناصر تكاليفية محددة تتمثل في تكلفة الديون المعدومة وتكلفة مصروفات الإدارة والتحصيل والتي تساوي صفر عند تطبيـق سياسة البيع النقدي.

٤- أن مط فترة الائتمان سوف يؤدي بالضرورة إلـى زيادة متوسط فترة التحصيل، وبالتـالي انخفـاض معدل دوران الحسابات المدينة، وبالتالي زيادة تكلفة هذا الاستثمار، بالإضافة إلى زيادة تكلفـة الـديون المعدومة، وزيادة الجزء المتغير مـن مصـروفات الإدارة والتحصيل، كل ذلك في مقابل توقع حـدوث زيادة في قيمة المبيعات الآجلة، وبالتالي تحقيق قدر من الأرباح الإضافية.

٥- إن الاستثمار في الحسابات المدينـة طبقًـا للمفـاهيم السابق ذكرها يتطلب بالضرورة مصـدرا لتمويلـه، والذي يمكن أن يتجه نحو الشراء الآجل من الموردين (ائتمان تجاري)، ويمكن أن يتجه نحـو الاقتـراض المصرفي من البنوك (ائتمان مصرفي) وهو المصدر التمويلي الذي يفترض هنا الاعتماد عليه.

٦- إن تغيير سياسة الائتمان المطبقـة سـوف يشـمل العملاء الجدد والقدامى.

٧- إن زيادة حجم المبيعات الحالية كنتيجة مباشرة لمط فترة الائتمان (منح العملاء مزيد مـن التسـهيلات)

سوف تتم في ظل الطاقة المتاحة – وبالتـالي لـن يحدث أي تأثير على التكاليف الثابتة.

٨- إن سياسات الائتمان المطبقة في الشركات يمكن أن تحتوي على خصم نقدي لتعجيل الدفع، ويمكن أيضا أن تخلو منه. فـإذا افترضـنا أن فتـرة الائتمـان الممنوحة ٦٠ يوم مثلاً نجد أنها تعني أن المشـتري غير مطالب بالسداد النقدي والفوري، ومـن حقـه تأجيل السداد لفترة حدها الأقصـى ٦٠ يومـا، وأن السداد يستحق في نهاية اليوم الستين مـن تـاريخ الشراء على الأكثر، هذا ومن الممكن أن تتضـمن هذه السياسة خصما لتعجيل الدفع والذي قد يمنحـه البائع للمشتري لتشجيعه على السداد قبل انتهاء فترة الائتمان بأكملها، حيث تتحدد هذه الفترة كجزء مـن فترة الائتمان، والتي يتمتع المشتري بالخصم إذا قام بالسداد خلالها، وإذا انتهت فترة الخصم سقط حـق المشتري في الاستفادة من الخصم، وكنموذج علـى ذلك يمكن أن يكون شرط البيع ١٠/٥ – ٦٠ يـوم والذي يعني أن فترة الائتمان ٦٠ يـوم وللمشـتري

حق التمتع بخصم تعجيل دفع قـدره ٥% إذا قـام بالسداد خلال ١٠ أيام من تـاريخ الشـراء، حيـث يعتبر هذا الخصم استقطاع من السعر، وبالتالي يمثل أحد عناصر التكاليف المرتبطة بهذه السياسة.

٩- إن الوقت الذي يتم فيه تحصيل قيمة المبيعات الآجلة من العملاء، لا يتمثل في فترة زمنية علـى وجـه التحديد، ولكنه يتمثل في متوسط حسـابي مـرجح لتسديدات العملاء المتعددة، وتسمى متوسـط فتـرة التحصيل، والتي تختلف في طريقة حسابها باختلاف طبيعة سياسة الائتمان والتحصيل المطبقـة، حيـث ينحصر الاختلاف فيما يلي:

١/٩: إذا كانت سياسة الائتمان المطبقة بدون خصم نقدي لتعجيل الدفع فإن متوسط فترة التحصيل ستكون هي نفسها فترة الائتمان وذلك كافتراض نظري.

٢/٩: إذا كانت سياسة الائتمان المطبقة تتضمن خصـما نقديا لتعجيل الدفع فمن الضروري أن متوسط فتـرة التحصيل ستعكس المتوسط المرجح ما بين فترتـي

الخصم النقدي ونهاية فترة الائتمان ويـتم حسـابها كالآتي:

متوسط فترة التحصيل = نسبة العملاء المسـتفيدين مـن الخصم × فترة الخصم + نسبة العملاء الغير مستفيدين مـن الخصم × فترة الائتمان بأكملها.

واعتمادا على ما سبق ذكره وخاصة ما يتعلق بالمفـاهيم والافتراضات التي يعتمد عليها في عملية تقييم كفاءة الشركة في إدارة الحسابات المدينة، فقـد تطلـب الأمـر ضـرورة الحصول على مزيد من المعلومات عن الشركات، وذلك فيما يتعلق بسياسات الائتمان والتحصيل في الشركة (ص) موضع التحليل والتي يتضمنها الجدول التالي:

سنوات بيـان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
قيمة المبيعات (ألف جنيه)	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
سياسة الائتمان	صافي ٦٠ يوم	صافي ٩٠ يوم	٥/ ٢٠ – صافي ٦٠ يوم
قيمة المبيعات الآجلة (ألف جنيه)	٧٦٠٠	٧٨٠٠	٧٨٠٠
ديون معدومة (ألف جنيه)	١٥٢	٢٤٠	٢٥٦

بيـان / سنوات	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
مصروفات تحصيل (ألف جنيه)	٢٠	٢٥	٣٠
مصروفات إدارية (ألف جنيه)	٥٠	٥٠	٥٠
نسبة العملاء المسـتفيدين مـن الخصم	-	-	%٤٠

وباستخدام هذه البيانات والمعلومات يمكننا تقيـيم مـدى كفاءة الشركة (ص) في إدارة الاسـتثمار فـي الحسـابات المدينة، وذلك اعتمادا على نظرية التكلفة والعائد مع ملاحظة أن الشركة قد أقرت مزيدا من التسهيلات الائتمانية لعملائها بعد انتهاء عام ١٩٨٧ بالإضافة إلى إقـرار خصـم نقـدي لتعجيل الدفع قدره ٥% بعد انتهاء عام ١٩٨٨، الأمر الـذي يبرر اعتبار عام ١٩٨٧ كسنة أساس عند التقييم، وفي هـذا المجال نؤكد على أن تقييمنا لكفاءة إدارة الحسابات المدينـة وكذلك المخزون يتطلب ضرورة إعادة صياغة قائمة الـدخل وإعادة تجهيزها على النحو التالي:

جدول رقم (١٨)

إعادة تجهيز قائمة الدخل بغرض تحصيل كفاءة إدارة عنصري الاستثمار في الحسابات المدينة والمخزون للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنـوات / بيـان	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
	كلي	جزئي	كلي	جزئي	كلي	جزئي
قيمة المبيعات	١١٠٠٠		١٠٠٠٠		٨٠٠٠	
- تكلفة المبيعات	٦٠٥٠		٥٧٤٠		٤٥٤٠	
مجمل الربح	٤٩٥٠		٤٢٦٠		٣٤٦٠	
- مصروفات تشغيل						
مصروفات بيعية		٢١٠٠		١٦٥٠		١٢٠٠
مصروفات إدارية	(٣٦٠٠)	١٥٠٠	(٣٢٥٠)	١٦٠٠	(٢٨٠٠)	١٦٠٠
مجمل ربح التشغيل	١٣٥٠		١٠١٠		٦٦٠	
- إهلاك	(٢٤٠)		(٣٣٠)		(٤٠٠)	
صافي ربح التشغيل	١١١٠		٦٨٠		٢٦٠	
- فوائد التمويل	(٢١٠)		(٥٣٠)		(٦٦٠)	
صافي ربح قبل الضرائب	٩٠٠		١٥٠		(٤٠٠)	
- الضرائب	(٢٧٠)		(٤٥)		-	
صافي ربح قابل للتوزيع أ، (صافي خسارة)	٦٣٠		١٠٥		(٤٠٠)	

والواقع أن الغرض الأساسي من إعادة تجهيز قائمة الدخل على النحو الموضح يتمثل في حصر وتحديد تكلفة المبيعات والتي لا يمكن التوصل إليها من خلال قائمة الدخل، والتـي

سبق لنا إعادة تجهيزها بغرض تحليل الهيكل التمويلي، حيث تم إعادة تجهيزها بهدف الفصل بين كل من تكاليف التشغيل الثابتة والمتغيرة، وعلى ذلك فإن تكلفة المبيعات في الشركات التي تمارس النشاط الصناعي تمثل حاصل جمع عدة عناصر هي:

أجور عمال الخدمات – مصروفات الصيانة الدوريـة – مصروفات الصيانة التشغيلية – أجور عمال الإنتاج – المواد الخام ومستلزمات الإنتاج – والطاقة المحركة.

كما نود أن ننبه القارئ أيضا أن المصروفات البيعية هنا هي حاصل جمع ثلاثة عناصر هي:

- أجور عمال البيع – مصروفات الدعاية والإعـلان – ومواد التعبئة والتغليف.

ويمكن من خلال الجدول السابق حساب تكلفة المبيعـات كنسبة مئوية؛ وذلك لاستخدامها في تقييم سياسـة الائتمـان والتحصيل للشركة (ص) من خلال الجدول التالي، حيث إن نسبة تكلفة المبيعات هي:

سنة ١٩٨٧ = $\frac{٦٠٥٠}{١١٠٠٠}$ × ١٠٠ = ٥٥%

سنة ١٩٨٨ = $\frac{٥٧٤٠}{١٠٠٠٠}$ × ١٠٠ = ٥٧,٤%

سنة ١٩٨٩ = $\frac{٤٥٤٠}{٨٠٠٠}$ × ١٠٠ = ٥٦,٧٥%

جدول رقم (١٩)
بيان تحليلي لتقييم سياسة الائتمان والتحصيل المطبقة في الشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنـــوات / بيـــان	١٩٨٧ (سنة الأساس)	١٩٨٨	١٩٨٩
قيمة المبيعات الآجلة السنوية	٧٦٠٠	٧٨٠٠	٧٨٠٠
١- متوسط فترة التحصيل	٦٠ يوم	٩٠ يوم	٦٢ يوم
٢- معـدل دوران الحســابات المدينــة (مرة) = ٣٦٠ / متوسط فترة التحصيل	٦	٤	٦
٣- متوسط الاستثمار فـي الحســابات المدينة = قيمة مبيعات آجلة سنوية / معدل الدوران	١٢٦٧	١٩٥٠	١٣٠٠
٤- قيمـة الاسـتثمار الإضـافي فـي الحسابات المدينة	-	٦٨٣	٣٣
٥- تكلفـة الاسـتثمار الإضـافي فـي الحسابات المدينة	-	٦٨٣ × ٥٧,٤% = ٣٩٢	٣٣ × ٥٦,٧٥% = ١٩
٦- العائد الضائع على تكلفة الاسـتثمار الإضافي (معدل ٢٠%)	-	٣٩٢ × ٢٠% = ٧٨	١٩ × ٢٠% = ٤
٧- قيمة الديون المعدومة			
٨- قيمة الديون المعدومة الإضافية	١٥٢	٢٤٠	٢٥٦

سنـــوات / بيـــان	١٩٨٧ (سنة الأساس)	١٩٨٨	١٩٨٩
٩- تكلفة الديون المعدومة الإضافية	-	٨٨	١٠٤
١٠- مصروفات التحصيل	-	٨٨ × ٥٧,٤%	١٠٤ × ٥٦,٧٥%
١١- مصروفات تحصيل إضافية		= ٥١	= ٥٩
١٢- مصروفات إدارية	٢٠	٢٥	٢٠
١٣- مصروفات إدارية إضافية	-	٥	١٠
١٤- قيمة الخصـم النقـدي = قيمـة مبيعات آجلـة سـنوية × نسـبة عملاء مستفيدين من الخصـم × معدل الخصم	٥٠ - -	٧٠ ٢٠ -	٧٠ ٢٠ ٧٨٠٠ × ٤٠% × ٥% = ١٥
١٥- تكلفة الخصم النقدي	-		١٥٦ × ٥٦,٧٥% = ٨٩
١٦- إجمالي التكاليف الإضافية	-	١٥٤	١٨٢
١٧- قيمة المبيعات السنوية	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
١٨- التغير في قيمة	-	(١٠٠٠)	(٣٠٠٠)
١٩- الأرباح المفتقدة نتيجة انخفـاض المبيعات = قيمة الانخفـاض × نسبة مجمل الربح	-	(١٠٠٠) × ٤٢,٦% = - ٤٢٦	٣٠٠ × ٤٣,٢٥% - ١٢٨٠
٢٠- النتائج النهائية للتقيـيم= الأربـاح المفتقدة نتيجة انخفاض المبيعات + إجمالي التكاليف الإضافية	-	- ٤٢٦ – ١٥٤ = (٥٨٠)	- ١٢٨٠ - ١٨٢ = (١٤٦٢٠)

وفي نهاية إجراءات التقييم التي يتضمنها الجدول التحليلي السابق اتضح أن عدم ارتباط التسهيلات الائتمانية الإضافية التي منحتها الشركة لعملائها، بحدوث زيادة في قيمة المبيعات قد عكس أثره السلبي على نتائج التقييم، ومما زاد الأمـر خطـورة ارتبـاط التسهيلات الائتمانية الإضافية بحدوث نقص في قيمة المبيعـات، وبالتالي أصبحت الخسائر الناتجة من تطبيق السياسات الائتمانية

في الشركة ممثلة في مجموع كـل مـن التكـاليف الإضـافية والأرباح المفتقدة نتيجة انخفاض المبيعات، وذلك على الرغم من زيادة المبيعات الآجلة بمعدل ٣٠% لكل مـن سـنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩ الأمر الذي يؤكد الضعف الشديد في كفاءة إدارة الشركة (ص) لهذا النوع من الاستثمار، وما لذلك من انعكاسات سـلبية أكثر خطورة على نتائجها المالية، وبالتالي على وصول الشركة إلى حالة الفشل المالي.

وفي هذا المجال ننبه القارئ إلى أن الحالة الأكثر شيوعا وتمشيا مع المنطق أن ترتبط التسهيلات الائتمانية الإضـافية بحدوث زيادة في المبيعات، وفي هذه الحالة فـإن الخطـوة الأخيرة من خطوات التقييم التي يتضمنها الجـدول السـابق سوف تكون على النحو الآتي:

نتائج التقييم = عدد الوحدات المباعة الإضافية × الـربح الحدي للوحدة = عدد الوحدات المباعة الإضـافية × (سـعر الوحدة – تكلفة متغيرة للوحدة).

حيث إن الزيادة في المبيعات سوف تتم في ظـل الطاقـة المتاحة، وبالتالي عدم تأثير التكاليف الثابتة لهذه الزيادة، مما يعني ارتباط الزيادة في المبيعات بالتكاليف المتغيرة فقط.

* تحليل مدى كفاءة إدارة الاستثمار في المخزون

يمثل المخزون بأنواعه المختلفة أهم عناصر رأس المـال العامل والتي تمثل في مجموعها جملة الاستثمارات قصـيرة الأجل، وذلك لكونه المحور الأساسـي لاسـتمرار النشـاط الإنتاجي في جميع مراحل التصنيع وبالتالي فإن الكفاءة فـي إدارته من عدمه سوف تعكس أثرها المباشر علـى النتـائج المالية للمشروعات.

والواقع أن المخزون في المشروعات التجارية ينحصـر في البضاعة موضع النشاط، والتي يتم شراؤها من الموردين وتخزينها لحين بيعها للعملاء نقدا أو بالآجل، وعلى ذلك فإن نشاط التخزين هنا يمثل حلقة الوصل بين نشـاطي الشـراء والبيع. أما المخزون في المشروعات الصناعية فيتكون غالبا من مواد خام ومنتجات تحت التشغيل ومنتجات تامة الصنع، حيث يمثل المخزون من المواد الخام حلقـة الوصـل بـين نشاطي الشراء والإنتاج، في حـين يمثـل المخـزون مـن المنتجات تحت التشغيل حلقة الوصل بين مراحـل الإنتـاج

المختلفة، أما المخزون من المنتجات تامة الصنع فيمثل حلقة الوصل بين الإنتاج والبيع. ومن الواضح أن إدارة المخزون في المشروعات الصناعية أكثر خطورة منها في المشروعات التجارية.

ونؤكد هنا أننا في مجال التركيز على الجوانـب الماليـة لإدارة الاستثمار في المخزون، من خلال الحرص على عدم تعرض المنشأة لمخاطر نقص السيولة والمرتبطـة بتضـخم المخزون بدون مبررات اقتصادية محـددة، وكـذلك عـدم تعرضها لمخاطر توقف وتعطيل الإنتاج والنشاط والمرتبطة بنقص المخزون لمبررات اقتصادية. حيث إنه كلما زاد حجم المخزون كلما تحملت المنشأة تكاليف تخزين أكبر وانخفاض معدل العائد على الاستثمار، وذلك في مقابل تمتـع المنشـأة بدرجة عالية من المرونة في أنشطتها الرئيسـية، بالإضـافة إلى انخفاض المخاطر الناتجة من نفاذ المخـزون والعكـس صحيح.

إن هناك العديد من النماذج الرياضية والتي يعتمد عليهـا في اتخاذ القرارات الرشـيدة والمرتبطـة بالاسـتثمار فـي المخزون، والتي تساعد علـى تحديـد الكميـة الاقتصـادية

للشراء، وتحديد نقطة إعادة الطلب، والواقع أننا لن نستخدم هذه النماذج في هذا المجال، والذي يقتصر على تقييم كفاءة إدارة الاستثمار في المخزون، حيث نقصر تحليلنا على مؤشرين فقط هما:

١ - معدل دوران المخزون inventory turnover:

يقيس هذا المؤشر عدد مرات البيع لمتوسط المخزون العام، حيث إنه في التحليل الأولي يشير إلى انخفاض عدد مرات الدوران وإلى ارتفاع متوسط حجم الاستثمار في المخزون، وبالتالي انخفاض معدل العائد على الاستثمار وانخفاض درجة السيولة في المنشأة، كما يشير ارتفاع معدل دوران المخزون إلى ارتفاع كفاءة إدارته من حيث انخفاض متوسط حجم الاستثمار في المخزون، وبالتالي ارتفاع معدل العائد على الاستثمار وارتفاع درجة السيولة في المنشأة. أما في مجال التحليل الأكثر تعمقًا فإن انخفاض أو ارتفاع معدل دوران المخزون لا يرجع بالضرورة إلى ضعف أو ارتفاع كفاءة الإدارة وفشل أو نجاح السياسات المتعلقة بالتخزين، بل يمكن أن يرجع إلى سياسات المنشأة في مجالات منح الائتمان والتحصيل، حيث إن التسهيل في معايير منح

الائتمان والاتجاه نحو عدم التشدد في إجراءات التحصل ينتج عنه زيادة المبيعات الآجلة وزيـادة حجـم الاسـتثمار فـي المخزون.

هذا ويمكن استخراج معـدل دوران المخـزون بإحـدى طريقتين أو كليهما وهما:

١/١ معدل دوران المخزون (على أساس التكلفة)

$$= \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}} = \text{(مرة)}$$

$$\text{حيث إن متوسط المخزون} = \frac{\text{مخزون أول المدة + مخزون آخر المدة}}{٢}$$

١/٢: معدل دوران المخزون (على أساس قيمة المبيعات)

$$= \frac{\text{قيمة المبيعات}}{\text{متوسط قيمة المخزون}} = \text{(مرة)}$$

حيث إن متوسط قيمة المخزون = متوسـط المخـزون بالتكلفة × مقلوب نسبة تكلفة المبيعات

٢- متوسط فترة التخزين

والذي يحدد عدد الأيام التي تقضيها البضاعة في المخازن من تاريخ تخزينها وحتى تحويلها إلى مبيعات نهائية، ومـن الواضح أن هناك علاقة عكسية بين متوسط فترة التخـزين ودرجة الكفاءة في إدارة الاستثمار فـي المخـزون، ويـتم حسابها اعتمادا على معدل الدوران السابق توضـيحه كمـا يلي:

$$\text{متوسط فترة التخزين} = \frac{٣٦٠}{\text{دوران المخزون}} = \text{(يوم)}$$

ويمكن تقييم مدى كفاءة الشركة (ص) في إدارة المخزون من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٠)

بيان تحليلي لتقييم كفاءة الشركة (ص)

في إدارة الاستثمار في المخزون

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـــان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
قيمة المبيعات السنوية	١١٠٠٠	١٠٠	١٠٠٠٠	٩١	٨٠٠٠	٧٣
تكلفة المبيعات السنوية						
رصيد المخزون (تكلفة)	٦٠٥٠	١٠٠	٥٧٤٠	٩٥	٤٥٤٠	٧٥
متوسط رصيد المخـزون						

سنوات / بيـــان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
(تكلفة) متوسط رصيد المخزون	٥١٠	١٠٠	٩٠٠	١٧٦	١٣٣٥	٢٦٢
سعر (بيع)	٥١٠	١٠٠	٧٠٥	١٣٨	١١١٨	٢١٩
	٩٢٧	١٠٠	١٢٢٨	١٣٢	١٩٧٠	٢١٣
معـــدل دوران المخـــزن (تكلفة)	١١,٩ مرة	-	٨ مرة	-	٤ مرة	-
معدل دوران المخـزون (سعر بيع)	١١,٩ مرة	-	٨ مرة	-	٤ مرة	-
متوسط فترة التخزين	٣٠ يوم	-	٤٥ يوم	-	٩٠ يوم	-

وقبل أن نعلق على نتائج الجدول السابق نوجه الانتباه إلى:

١- بالنسبة لقيمتي المبيعات السنوية وتكلفتها السنوية فقد تم الحصول عليهما من قائمة الدخل المعاد تجهيزها أخيرا.

٢- بالنسبة لرصيد المخزون بسعر التكلفة والذي يمثـل أرصدة المخزون بأنواعه المختلفة كأحـد عناصـر رأس المال العامل وذلك من وجهة النظـر الماليـة وليست المحاسبية، وعلى ذلك فقد تم الحصول عليه

من قائمة المركز المالي للشركة (ص) بعـد إعـادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل.

٣- بالنسبة لمتوسط رصيد المخزون بسعر التكلفة.

$$\frac{\text{رصيد مخزون أول المدة + رصيد مخزون آخر المدة}}{٢}$$

وعلى اعتبار أن قائمة المركز يتم إعدادها في آخر كل عـام (٧٨/١٢/٣١) والتي تمثل الأرصدة التي يبدأ بها العام التالي مباشرة (٨٨/١٢/٣١) الأمر الذي يؤكـد إمكانيـة حسـاب المتوسط لجميع السنوات فيما عدا السنة الأولى التي لا تتـيح بياناتها سوى رصيد آخر المدة، حيث يستلزم الأمر الحصول على رصيد أول المدة، وفي حالة عدم إمكانية ذلك تتعامل مع رصيد آخر المدة مباشرة، وعلى ذلك فقد تم حساب متوسـط الأرصدة كما يلي:

٣/١: بالنسبة لعام ١٩٨٧ = ٥١٠

٣/٢: بالنسبة لعام ١٩٨٨ = $\frac{٥١٠ + ٩٠٠}{٢}$ = ٧٠٥ ألف جنيه.

٣/٣: بالنسبة لعام ١٩٨٩ = $\frac{١٣٣٥ + ٩٠٠}{٢}$ = ١١١٨ ألف جنيه.

٤- بالنسبة لمتوسط رصيد المخزون بسعر البيع فقد تـم حسابه من خلال المعادلة السابق ذكرها وهي:

متوسط رصيد المخزون بسعر البيع =

متوسط رصيد المخزون بالتكلفة × مقلوب نسبة تكلفة المبيعات

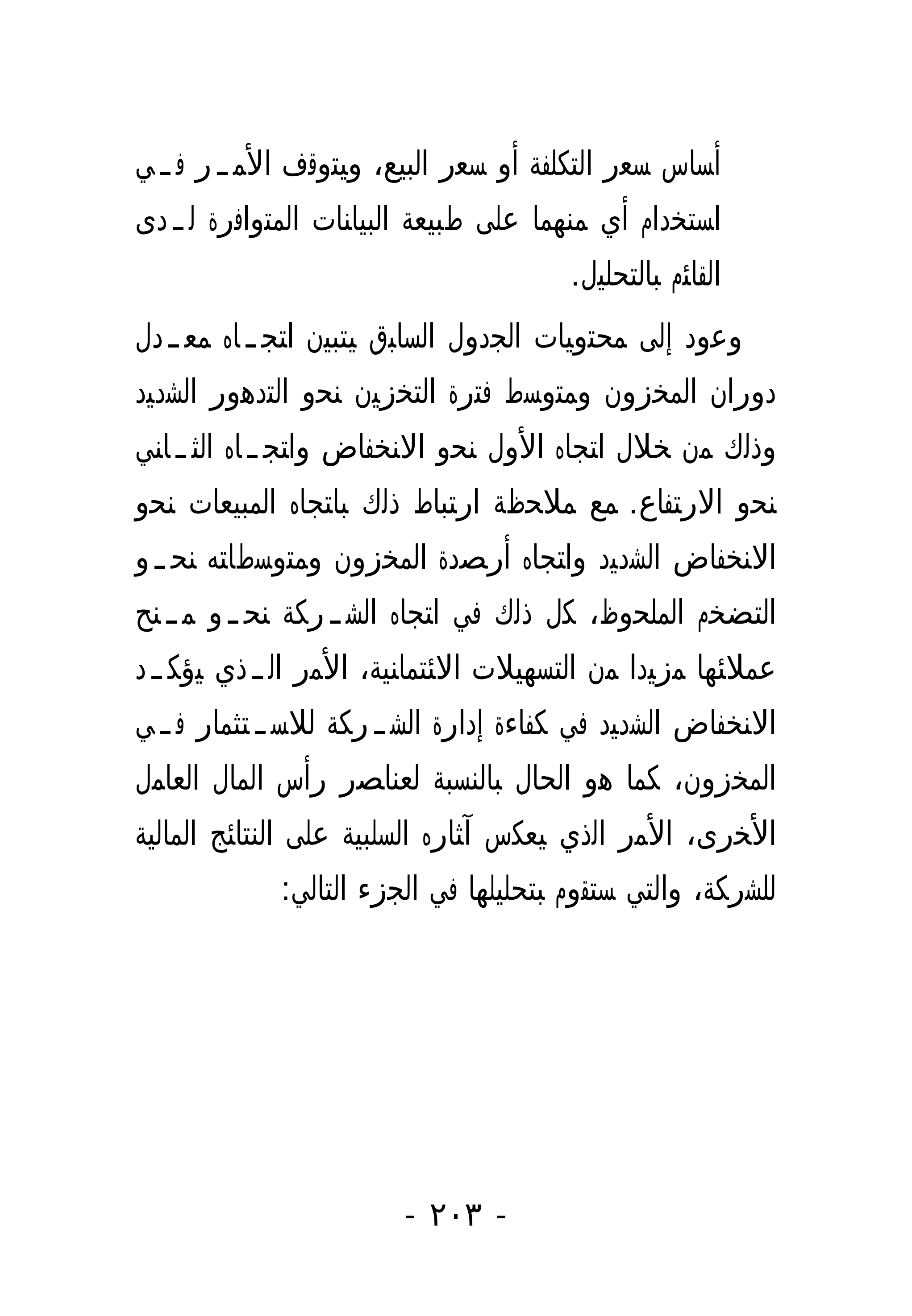
وعلى ذلك فقد تم حسـاب متوسـط الأرصـدة الـواردة بالجدول السابق كما يلي:

١/٤: بالنسبة لسنة ١٩٨٧ = ٥١٠ × $\frac{١٠٠}{٥٥}$ = ٩٢٧ ألف جنيه

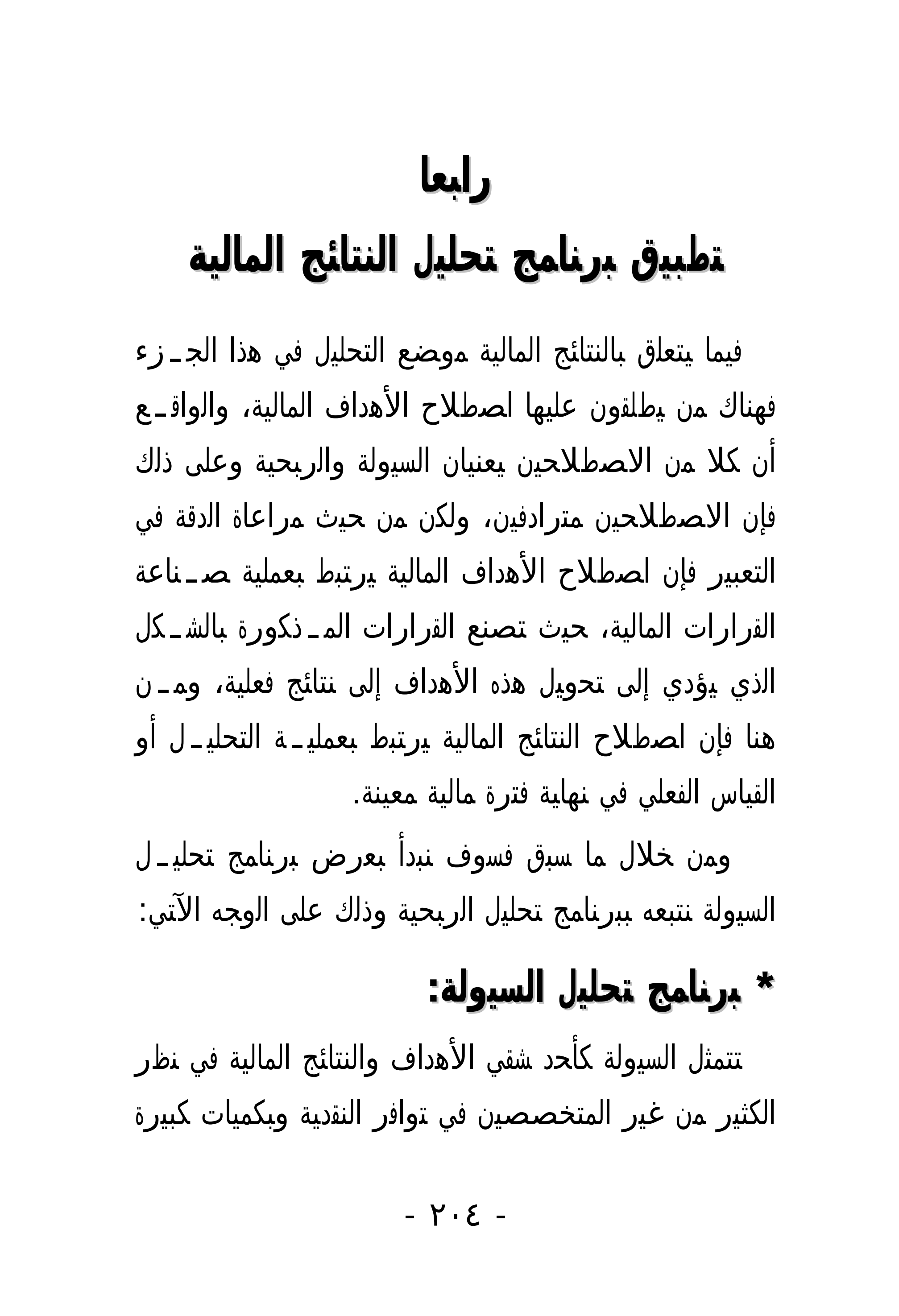
٢/٤ بالنسبة لسنة ١٩٨٨ = ٧٠٥ × $\frac{١٠٠٠}{٥٧٤}$ = ١٢٢٨ ألف جنيه

٣/٤: بالنسبة لسنة ١٩٨٩ = ١١١٨ × $\frac{١٠٠٠}{٥٦٧٥}$ = ١٩٧٠ ألف جنيه

٥ – تأكد أن حساب معدل دوران المخزون لا يختلـف فـي نتائجه باختلاف طريقة الحساب، سـواء كانـت علـى


أساس سعر التكلفة أو سعر البيع، ويتوقف الأمر في استخدام أي منهما على طبيعة البيانات المتوافرة لدى القائم بالتحليل.

وعود إلى محتويات الجدول السابق يتبين اتجاه معدل دوران المخزون ومتوسط فترة التخزين نحو التدهور الشديد وذلك من خلال اتجاه الأول نحو الانخفاض واتجاه الثاني نحو الارتفاع. مع ملاحظة ارتباط ذلك باتجاه المبيعات نحو الانخفاض الشديد واتجاه أرصدة المخزون ومتوسطاته نحو التضخم الملحوظ، كل ذلك في اتجاه الشركة نحو منح عملائها مزيدا من التسهيلات الائتمانية، الأمر الذي يؤكد الانخفاض الشديد في كفاءة إدارة الشركة للاستثمار في المخزون، كما هو الحال بالنسبة لعناصر رأس المال العامل الأخرى، الأمر الذي يعكس آثاره السلبية على النتائج المالية للشركة، والتي ستقوم بتحليلها في الجزء التالي:



رابعا

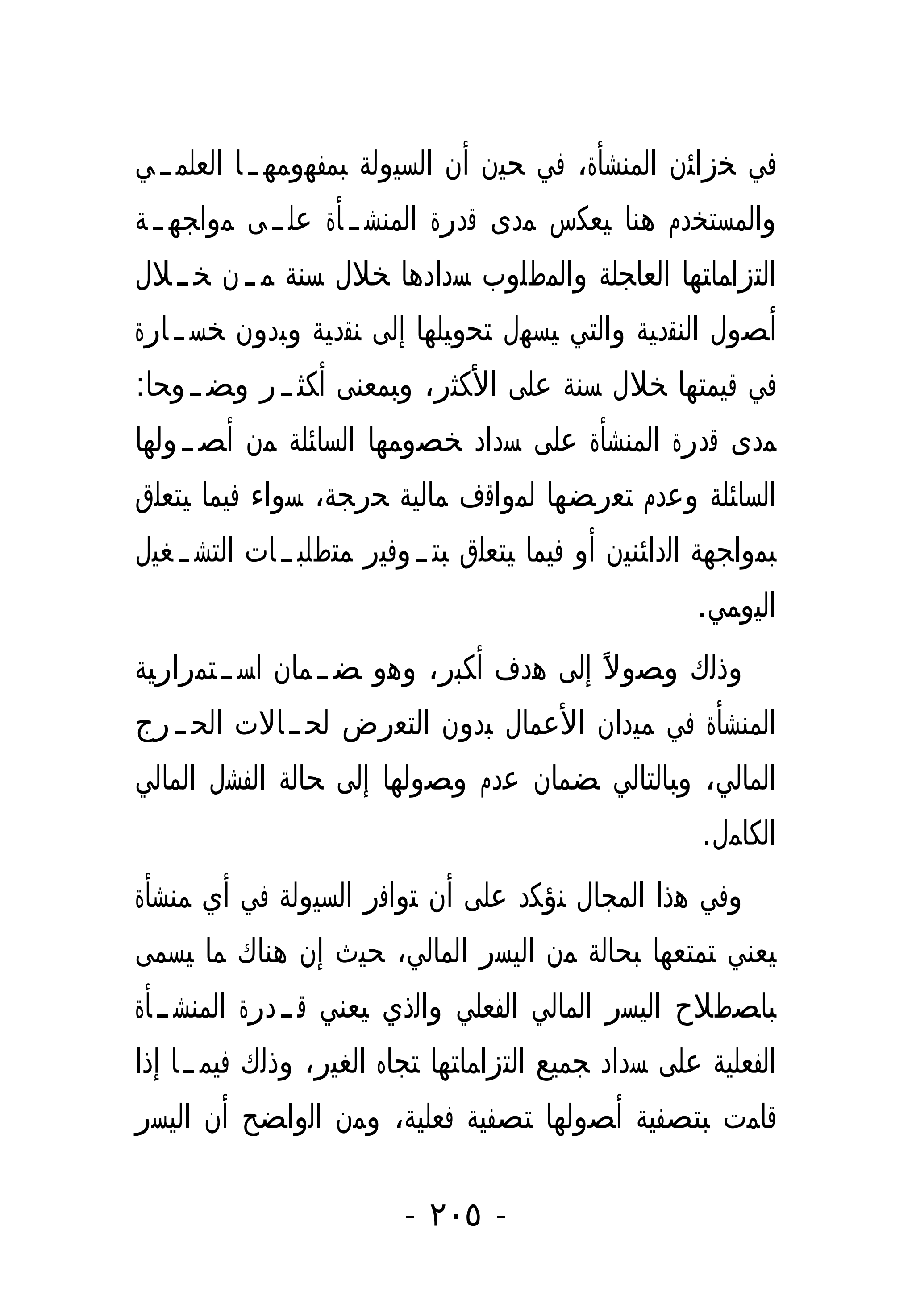
تطبيق برنامج تحليل النتائج المالية

فيما يتعلق بالنتائج المالية موضع التحليل في هذا الجـزء فهناك من يطلقون عليها اصطلاح الأهداف المالية، والواقـع أن كلا من الاصطلاحين يعنيان السيولة والربحية وعلى ذلك فإن الاصطلاحين مترادفين، ولكن من حيث مراعاة الدقة في التعبير فإن اصطلاح الأهداف المالية يرتبط بعملية صـناعة القرارات المالية، حيث تصنع القرارات المـذكورة بالشـكل الذي يؤدي إلى تحويل هذه الأهداف إلى نتائج فعلية، ومـن هنا فإن اصطلاح النتائج المالية يرتبط بعمليـة التحليـل أو القياس الفعلي في نهاية فترة مالية معينة.

ومن خلال ما سبق فسوف نبدأ بعرض برنامج تحليـل السيولة نتبعه ببرنامج تحليل الربحية وذلك على الوجه الآتي:

* برنامج تحليل السيولة:

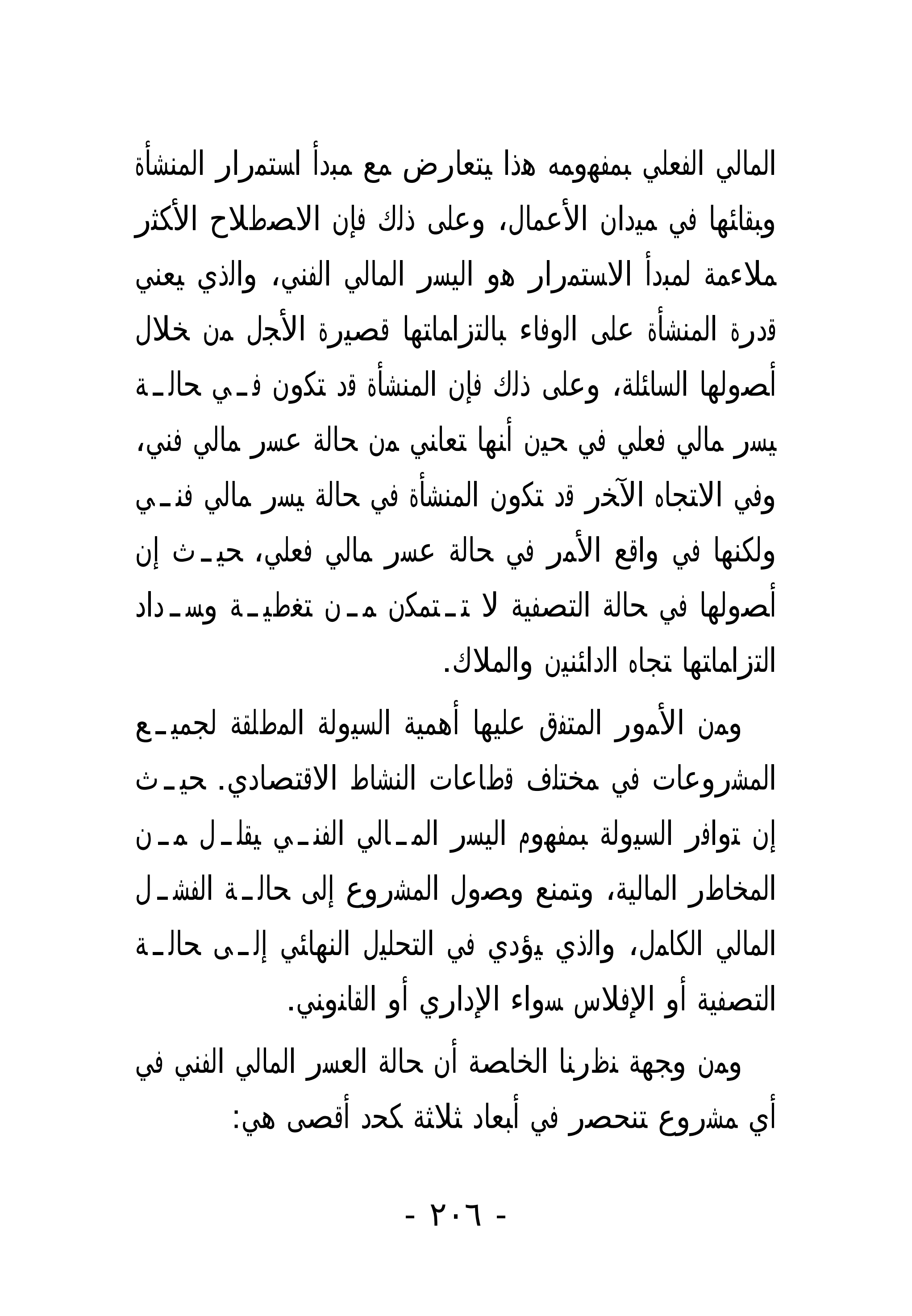
تتمثل السيولة كأحد شقي الأهداف والنتائج المالية في نظر الكثير من غير المتخصصين في توافر النقدية وبكميات كبيرة



في خزائن المنشأة، في حين أن السيولة بمفهومهـا العلمـي والمستخدم هنا يعكس مدى قدرة المنشـأة علـى مواجهـة التزاماتها العاجلة والمطلوب سدادها خلال سنة مـن خـلال أصول النقدية والتي يسهل تحويلها إلى نقدية وبدون خسـارة في قيمتها خلال سنة على الأكثر، وبمعنى أكثـر وضـوحا: مدى قدرة المنشأة على سداد خصومها السائلة من أصـولها السائلة وعدم تعرضها لمواقف مالية حرجة، سواء فيما يتعلق بمواجهة الدائنين أو فيما يتعلق بتـوفير متطلبـات التشـغيل اليومي.

وذلك وصولاً إلى هدف أكبر، وهو ضـمان اسـتمرارية المنشأة في ميدان الأعمال بدون التعرض لحـالات الحـرج المالي، وبالتالي ضمان عدم وصولها إلى حالة الفشل المالي الكامل.

وفي هذا المجال نؤكد على أن توافر السيولة في أي منشأة يعني تمتعها بحالة من اليسر المالي، حيث إن هناك ما يسمى باصطلاح اليسر المالي الفعلي والذي يعني قـدرة المنشـأة الفعلية على سداد جميع التزاماتها تجاه الغير، وذلك فيمـا إذا قامت بتصفية أصولها تصفية فعلية، ومن الواضح أن اليسر



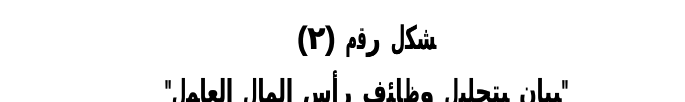
المالي الفعلي بمفهومه هذا يتعارض مع مبدأ استمرار المنشأة وبقائها في ميدان الأعمال، وعلى ذلك فإن الاصطلاح الأكثر ملاءمة لمبدأ الاستمرار هو اليسر المالي الفني، والذي يعني قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل من خلال أصولها السائلة، وعلى ذلك فإن المنشأة قد تكون في حالة يسر مالي فعلي في حين أنها تعاني من حالة عسر مالي فني، وفي الاتجاه الآخر قد تكون المنشأة في حالة يسر مالي فني ولكنها في واقع الأمر في حالة عسر مالي فعلي، حيث إن أصولها في حالة التصفية لا تتمكن من تغطية وسداد التزاماتها تجاه الدائنين والملاك.

ومن الأمور المتفق عليها أهمية السيولة المطلقة لجميع المشروعات في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي. حيث إن توافر السيولة بمفهوم اليسر المالي الفني يقلل من المخاطر المالية، وتمنع وصول المشروع إلى حالة الفشل المالي الكامل، والذي يؤدي في التحليل النهائي إلى حالة التصفية أو الإفلاس سواء الإداري أو القانوني.

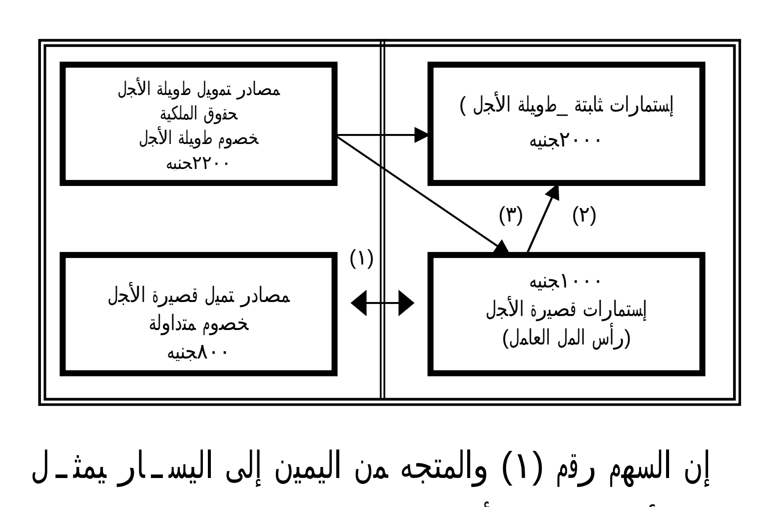
ومن وجهة نظرنا الخاصة أن حالة العسر المالي الفني في أي مشروع تنحصر في أبعاد ثلاثة كحد أقصى هي:

البعد الأول: عدم كفاية رأس المال العامل

بداية فنحن نعني برأس المال العامـل Gross Working Capital إجمالي الأصول المتداولة بعناصرها المختلفة بعـد إعادة تجهيزها لأغراض التحليل، الأمر الذي يجعـل هـذه القيمة تعكس بشكل كامل مجموعة الأصول أو الاسـتثمارات التي يمكن تحويلها إلى النقدية خلال العام، سواء كانت فـي شكل نقدي مطلق أو في أشكال أخرى تقبل التحويـل إلـى النقدية خلال العام. هذا فيما يتعلق برأس المال العامل، وأما فيما يتعلق بالمقصود باصطلاح عدم الكفاية فيتمثل في عـدم كفاية رأس المال العامل. من حيث انخفـاض قيمتـه للقيـام بوظيفته الأساسية والتي تعكس المبرر من وجوده والاحتفاظ به، حيث تنقسم هذه الوظيفة داخليا إلى شقين أولهما دفـاعي والآخر تشغيلي، ويوضح الشكل التالي ما نقصده بذلك.



شكل رقم (٢)
"بيان بتحليل وظائف رأس المال العامل"
ومصادر تمويله



إن السهم رقم (١) والمتجه من اليمين إلى اليسـار يمثـل الشق الأول لوظيفة رأس المال العامل، والذي عرفناه بالشق الدفاعي، والذي يعني استعداد رأس المـال العامـل لسـداد الخصوم المتداولة بعناصرها المختلفة، والتي تستوجب السداد خلال عام على الأكثر، أما السهم رقم (٢) فيمثل الشق الثاني لوظيفة رأس المال العامل والذي عرفناه بالشـق التشـغيلي، والذي يعني المساعدة على تشغيل وإدارة الاستثمارات الثابتة ومن ذلك يمكن التأكيد على الحقائق التالية:

١- إن ذلك الجزء مـن رأس المـال العامـل والـذي يخصص لتأدية الشق الدفاعي، يمثـل بالضـرورة استثمارا قصير الأجل؛ نظرا لارتباطـه بمواجهـة الالتزامات قصيرة الأجل، ولذلك تحـتم الأصـول العلمية للتمويل على ضرورة تمويله مـن مصـادر تمويلية قصيرة الأجل، وهو الأمر الـذي يوضـحه السهم رقم (١) في اتجاهه العكسي من اليسار إلـى اليمين.

٢- إن الجزء الثاني من رأس المـال العامـل، والـذي يخصص لتأدية الشق التشغيلي يمثـل بالضـرورة استثمارا طويلا الأجل؛ نظـرا لارتباطـه بتشـغيل الأصول الثابتة الطويلة الأجل بطبيعتها، حيث تحتم الأصول العلمية للتمويل على ضرورة تمويله مـن مصادر طويلة الأجل، وهو الأمر الـذي يوضـحه السهم رقم (٣)، وهنا نؤكد علـى أن هـذا الجـزء يعرف باصطلاح صافي رأس المال العامـل Net Working Capital والذي يؤدي إلى جانب وظيفتـه التشغيلية وظيفة فرعية أخرى أقل أهمية وهي تدعيم

الموقف الائتماني للمشروع من خلال توفير هـامش أمان لدائنيها للأجل القصير، وهنا يحـتم الأمـر أن يظهر صافي رأس المال العامل بقيمة موجبة.

٣- إن الأرقام الموضحة في الشكل السابق تبين الوضع الأمثل حيث:

١/٣: إن الشق الدفاعي من رأس المال العامـل وقـدره ٨٠٠ جنيه قد تم تمويله من مصادر تمويل قصـيرة الأجل.

٢/٣: إن الشق التشغيلي من رأس المال العامل قد ظهر بقيمة موجبة قدرها ٢٠٠ جنيه، وأنه قد تم تمويلهـا من مصادر تمويل طويلة الأجل.

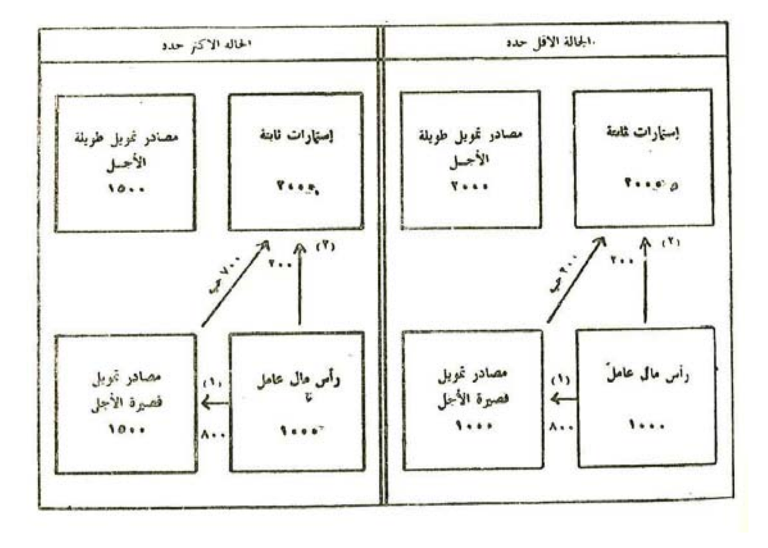
٣/٣: إن جملة الاستثمارات طويلة الأجل وقدرها ٢٢٠٠ جنيه قد تم تمويلها بطريقة سليمة من خلال مصادر تمويل طويلة الأجل وقدرها أيضا ٢٢٠٠ جنيه.

٤/٣: إن الحالة الموضحة تعكس بوضوح قرارات مالية سليمة تعكس بالضرورة آثارها السلبية على النتـائج المالية للمشروع.

٤- إن عدم كفاية رأس المال العامل كظاهرة سلبية ترتبط بالعديد من الانعكاسات السلبية تتفاوت في درجة حدتها من منشأة لأخرى، حيث يمكن حصر درجات الحـدة هذه في حالتين يوضحهما الشكل التالي:

شكل رقم (٣)

بيان مجالات عدم كفاية رأس المال العامل



وإذا افترضنا ولأغراض التحليل أن القيمة الموجبة لصافي رأس المال العامل في هذه الحالة الافتراضية يبلغ ٢٠٠ جنيه والتي تمثل الجزء الدائم من رأس المال العامل والتي تمثل

أيضا الشق ذا الوظيفة التشغيلية كما سبق أن أوضحنا، فيمكن تحليل الحالتين الموضحتين كما يلي:

١/٤: بالنسبة للحالة الأولى: فإن النظرة الأولية توضـح أن رأس المال العامل يقوم فقط بالشـق الـدفاعي مـن وظيفته من حيث كفاية قيمتـه لسـداد الالتزامـات قصيرة الأجل "السهم رقم (١)" في حين أنـه غيـر قادر على القيام بالشق التشغيلي من وظيفتـه، إلا أن التحليل الأكثر تعمقًا يؤكد غير ذلك، حيث إن الشـق التشغيلي يمثل أمرا حتميا تحتمه ظروف التشـغيل، وعلى ذلك فإن مظاهر الخلل هنا تتمثل في الآتي:

١/١/٤: إنه بعد استيفاء متطلبات التشغيل من خـلال رأس المال العامل تصبح قيمته الفعلية المتبقية ٨٠٠ جنيه وهي غير كافية لسداد الالتزامات قصيرة الأجـل، وبالتالي يفقد رأس المال العامل صـلاحيته للقيـام بالشق الدفاعي من وظيفته.

٢/١/٤: إن القيمة الفعلية للاستثمارات الثابتة تصبح ٢٢٠٠ جنيه وبالتالي تصبح مصادر التمويل طويلة الأجل غير كافية لتمويلها بمقدار ٢٠٠ جنيه، والـذي تـم

تمويله من خلال مصادر تمويل قصـيرة الأجـل، وهو الأمر الذي يتعارض مع المبـادئ التمويليـة السليمة.

٢/٤: **بالنسبة للحالة الثانية**: وهي الحالة الأكثر حدة فيلاحظ ما يلي:

١/٢/٤: أن رأس المال العامل غير كـاف للقيـام بوظيفتـه الأساسية بشقيها الدفاعي والتشغيلي، حيث تظهـره الأرقام الموضحة بقيمة سالبة قـدرها ٥٠٠ جنيـه (١٠٠٠ – ١٥٠٠).

٢/٢/٤: إن التحليل الأكثر تعمقًا يؤكد حتميـة تأديـة رأس المال العامل منخفض القيمة للشق التشـغيلي مـن وظيفته، الأمر الذي يؤكد أن القيمة المتبقية لتأديـة الشق الدفاعي من وظيفته هي ٨٠٠ جنيه فقط.

٣/٢/٤: إنه في ظل قيمة فعلية للاستثمارات طويلة الأجـل قدرها ٢٢٠٠ جنيه تصبح مصادر التمويل طويلـة الأجل والتي تبلغ قيمتها ١٥٠٠ جنيه فقـط غيـر كافية لتمويلها بعجز قدره ٧٠٠ جنيه تم الحصـول

عليها بطريقة خاطئة من خلال مصادر تمويل قصيرة الأجل.

البعد الثاني: عدم فعالية رأس المال العامل:

بعد تحليل البعد الأول والخاص بتحليل مدى كفاية رأس المال العامل يأتي دور تحليل البعد الثاني والخاص بتحليل مدى فعالية رأس المال العامل. حيث إن هناك اختلاف جوهري يبين اصطلاحي الكفاية Efficiency والفعالية Effectiveness، حيث يرتبط الأول بمدى استيفاء رأس المال العامل لمتطلبات الحجم واللازم لمواجهة متطلبات السداد والتشغيل، في حين يرتبط الاصطلاح الثاني بالتكوين الداخلي لرأس المال العامل.

ولمزيد من التوضيح نورد الأمثلة التالية:

- إن استذكار الطالب لدروسه لساعات طويلة يوميا مع انخفاض درجة استيعابه وتركيزه وانخفاض محصلته النهائية، يعني استيفاءه لمتطلبات الكفاية وعدم استيفائه لمتطلبات الفعالية.
- إن الشخص القوي البنية والمهتم بمظهره دائما، ولكنه وبالتحليل التفصيلي لجوانب شخصيته يتضح

أنه لا يملك القدرة على اتخاذ القرار، نظرا لضـعف شخصيته، ويصبح بالضرورة مسـتوفيا لمتطلبـات الكفاية مع افتقاده لمتطلبات الفعالية... وهكذا.

وانطلاقًا مما سبق يمكننا التأكيد علـى أن فعاليـة رأس المال العامل ترتبط بمدى قدرته على تأدية الشق الدفاعي من وظيفته، والخاص بمدى قدرته علـى مواجهـة الالتزامـات قصيرة الأجل طول العام، وبالتالي ضـمان عـدم تعـرض المنشأة لحالات الحرج المالي وما يتبعها من حالات العسـر المالي الفني، وعلى ذلك فإن فعاليـة رأس المـال العامـل تتناسب طرديا مع تزايد درجة سيولة عناصره، وهنا نجد أن التحليل السطحي يركز على أن أكثر عناصـر رأس المـال العامل سيولة هو النقدية، وأن أقلها سيولة هو المخزون، وأن الأوراق المالية أقل سيولة من النقدية وأكثـر سـيولة مـن الاستثمارات في الحسـابات المدينـة وأوراق القـبض، وأن الأخيرة أقل سيولة من الاسـتثمارات فـي الأوراق الماليـة وأكثر سيولة من المخزون، إلا أن التحليـل الأكثـر عمقًـا يتطلب الكثير من الجهد؛ وذلك لإمكانية السيطرة على الكثيرة من المتغيرات، نذكر منها ما يلي:

١- إنه في ظل حالات التضخم المرتبطة بالنشاط الاقتصادي العام يصبح الاستثمار في المخزون أكثر جدوى من الاستثمار في النقدية والأوراق المالية.

٢- إنه في ظل حالات الكساد المرتبطة بالنشاط الاقتصادي العام يصبح الاستثمار في الحسابات المدينة أمرا ضروريا لتنمية المبيعات.

٣- إنه في ظل الأحوال الاقتصادية العادية فإن تزايد الوزن النسبي للعناصر الأقل سيولة وهي المخزون والحسابات المدينة مع انخفاض كفاءة المنشأة في إدارتها سوف تؤكد ضعف أو عدم فعالية رأس المال العامل، في حين أن ارتباط هذا التزايد بارتفاع كفاءة المنشأة في إدارة هذين العنصرين سوف يخفف من حدة هذا البعد، ومن انعكاساته السلبية على النتائج المالية للمنشأة.

ومما سبق يتبين أن تحليل فعالية رأس المال العامل سوف ينحصر في تحديد الوزن النسبي لكل عنصر من عناصر رأس المال العامل، وتحليل نتائجها في ضوء المتغيرات الثلاثة المذكورة.

البعد الثالث: التركيب الخطـر للالتزامـات قصـيرة الأجل (الخصوم المتداولة):

الواقع إن طبيعة التركيب الداخلي للالتزامات قصيرة الأجل لا يقل في أهمية تحليله عن الأهميـة التـي نوليهـا لحجـم تلـك الالتزامات، وذلك عند تحليل السيولة كأحد النتـائج أو الأهـداف المالية، حيث إن التركيب أو التكوين الداخلي للخصوم المتداولـة والذي يعني الوزن النسبي لكل عنصر من عناصرها العديـدة – يمكن أن يرتبط بدرجات متفاوتة من المخاطرة المالية، ولتوضـيح ما نقصده من ذلك نفترض أن هناك شخصين، إجمالي الالتزامات قصيرة الأجل لكل منهما ١٠,٠٠٠ جنيه والتي تعني الالتزامـات التي تستوجب السداد خلال عام واحد على الأكثر، وأنه بتحليـل التركيب الداخلي لهذه الالتزامات اتضح أنها بالنسـبة للشـخص الأول تتمثل في ٧٠٠٠ جنيه كمديونيـة للبنـك و٣٠٠٠ جنيـه كمديونية لأحد أشقائه، في حين أنها بالنسبة للشخص الثاني عبارة عن ٧٠٠٠ جنيه كمديونية لأحـد أشـقائه والـ ـ ٣٠٠٠ جنيـه كمديونية للبنك، ومن الواضح الآن أن الالتزامات قصيرة الأجـل والمتساوية في قيمتها الإجمالية لكلا الشخصين ترتبط بدرجة أكبر من المخاطر بالنسبة للشخص الأول مقارنة بالشخص الثاني، حيث

إن الالتزامات تجاه البنوك أكثر خطورة مـن الالتزامـات تجـاه الأشقاء أو الدائنين/ الموردين... إلخ.

وعلى ذلك يتبين أن تحليل هذا البعد سوف يتجـه نحـو تحليل التوزيع النسبي لعناصر الخصوم المتداولة، وبالتـالي تحديد درجة المخاطر المرتبطة بهذا التوزيع.

ونعرض فيما يلي للجانب التطبيقي لتحليل السيولة بالنسبة للشركة (ص):

(أ) تحليل مدى كفاية رأس المال العامل:

يتم تحليل مدى كفاية رأس المال العامل بالمفهوم السـابق توضيحه من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢١)

بيان بتحليل مدى كفاية رأس المال العامل للشركة

(ص) للسنوات من ١٩٨٧ إلى ١٩٨٩

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
رأس مال عامل	١٧٩٠	١٠٠	٢٦٥٠	١٤٨	٣٧٣٥	٢٠٩
خصوم متداولة	١٩٠٠	١٠٠	٣٠٩٥	١٦٣	٤٨٠٠	٢٥٣
صافي رأس مـال عامل	(١١٠)	١٠٠	(٤٤٥)	٤٠٥	(١٠٦٥)	٩٦٨

تؤكد محتويات هذا الجدول أن الشركة (ص) تعاني بشـكل حاد من عدم كفاية رأس المال العامل، حيث ظهـر صـافي رأس المال العامل بقيم سالبة متزايدة خلال سنوات البحـث، حيث يرجع هذا الاتجاه إلى تزايد أرصدة الخصوم المتداولـة بمعدلات أكبر كثيرا من معدلات تزايد أرصدة رأس المـال العامل، الأمر الذي يعني في التحليل النهائي عدم كفاية رأس المال العامل لتأدية وظيفتـه الأساسـية بشـقيها الـدفاعي والتشغيلي، وما يرتبط بذلك من العديد من الانعكاسات السلبية على المركز المالي للشركة.

ويهمنا في هذا المجال إضفاء مزيد من العمق التحليلي، وذلك من خلال حساب وتحديد حجم الانحراف الذي يعكس مـدى عدم الكفاية المرتبطة برأس المال العامل، وذلك بتحديد القيمة المعيارية لرأس المال العامل الدائم والمتمثـل فـي القيمـة الموجبة لصافي رأس المال العامل والتي تتمثل في مجمـوع الحدود الدنيا لعناصر رأس المال العامل، والتي سـيفترض هنا وكما يحدث في أغلب الحالات أنها تعـادل احتياجـات شهرين من العناصر المكونة له، حيث سيتم حسابها باستخدام المعادلات والمفاهيم التالية:

- ر أ (رصيد أول المدة) والذي يتمثل فـي رصـيد العنصر في السنة السابقة لسنة التحليل.

- ر خ (رصيد آخر المدة) والذي يتمثل في رصـيد العنصر في آخر سنة التحليل.

- م (المتوسط السنوي للرصيد) = $\frac{\text{ر أ + ر خ}}{٢}$

- م ش (المتوسط الشهري) = $\frac{\text{م}}{\text{١٢ شهر}}$

جدول رقم (٢٢)

بيان بحساب رأس المال العامل الدائم للشركة (ص) للسنوات من ٨٧ – ٨٩

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	نقدية واستثمارات أ. مالية					حسابات مدينة وأوراق قبض					مخـــــزون				
	~م	~خ	~م	م ش	م ش × ٢	~م	~خ	~م	م ش	م ش ×٢	~م	~خ	~م	م ش	م ش × ٢
١٩٨٧	٣٠٠	٣٨٠	٣٤٠	**٢٨**	**٥٦**	٧٠٠	٩٠٠	٨٠٠	**٦٧**	**١٣٤**	٤١٠	٥١٠	٤٦٠	**٣٨**	**٧٦**
١٩٨٨	٣٨٠	٣٥٠	٣٦٥	**٣٠**	**٦٠**	٩٠٠	١٤٠٠	١١٥٠	**٩٦**	**١٩٢**	٥١٠	٩٠٠	٧٠٥	**٥٩**	**١١٨**
١٩٨٩	٣٥٠	١٠٠	٢٢٥	**١٩**	**٣٨**	١٤٠٠	٢٣٠٠	١٨٥٠	**١٥٤**	**٣٠٨**	٩٠٠	١٣٣٥	١١١٨	**٩٣**	**١٨٦**

ومن خلال الجدول السابق يمكن التوصـل إلـى الرصـيد المعياري لرأس المال العامل الدائم (القيمة الموجبة لصـافي رأس المال العامل) بجمع الحد الأدنـى للأرصـدة الثلاثـة (م ش×٢) وبالتالي يمكن تحديد حجم الانحراف وذلـك مـن خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٣)

بيان لحساب حجم الانحراف لرأس المال العامل الدائم للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنـوات / بيـان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
- الرصيد الفعلي لرأس المال العامل الدائم ± الرصيد المعياري لرأس المال الدائم	(١١٠) ٢٦٦	(٤٤٥) ٣٧٠	(١٠٦٥) ٥٣٢
حجم الانحراف	٣٧٦	٨١٥	١٥٩٧

ويلاحظ أننا قمنا بجمع قيمتي الرصيد الفعلي والمعيـاري لرأس المال العامل الدائم للتوصل إلى حجم الانحراف وذلك نظرا لظهور الرصيد الفعلي بقيم سالبة، أمـا فـي الحالـة

المخالفة والخاصة بظهور أرصدة موجبة لهذا الرصيد فنلجأ بالضرورة إلى عملية الطرح.

ويؤكد الجدول السابق مدى خطورة الموقف نظرا لاتجاه حجم الانحراف إلى التزايد الكبير الأمر الذي يؤدي إلى عدم كفاية رأس المال العامل في الشركة.

(ب) تحليل مدى فعالية رأس المال العامل

يتم تحليل مدى فعالية رأس المال العامل بالمفهوم السابق توضيحه من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٤)

بيان بتحليل مدى فعالية رأس المال العامل للشركة (ص) للسنوات من ١٩٨٧ إلى ١٩٨٩

سنوات / بيـــان	١٩٨٧			١٩٨٨			١٩٨٩		
	قيمة	%	رقم قياس	قيمة	%	رقم قياس	قيمة	%	رقم قياس
- نقدية واستثمارات وأوراق مالية	٣٨٠	%٢١	١٠٠	٣٥٠	%١٣	٩٢	١٠٠	%٣	٢٦
- أوراق قبض	١٢٠	%٧	١٠٠	٥٠٠	%١٩	٤١٦	٤٠٠	%١١	٣٣٣
صافي عملاء	٧٨٠	%٤٤	١٠٠	٩٠٠	%٣٤	١١٥	١٩٠٠	%٥١	٢٤٤
مخزون	٥١٠	%٢٨	١٠٠	٩٠٠	%٣٤	١٧٦	١٣٣٥	%٣٥	٢٦٢
إجمالي رأس المال العامل	١٧٩٠	%١٠٠	-	٢٦٥٠	%١٠٠	-	٣٧٣٥	%١٠٠	-

ارتباطًا بالنتائج التي سبق التوصل إليها بشأن الانخفاض الشديد لكفاءة الشركة في إدارة عنصري الحسابات المدينة والمخزون مع ملاحظة أن هذين العنصرين يمثلان وزنًا نسبيا كبيرا لجملة رأس المال العامل، مع اتجاه قيمتهما نحو التزايد الكبير تؤكد على ضعف فعالية رأس المال العامل في الشركة.

(ج) تحليل هيكل المخاطرة المرتبطة بالالتزامات قصيرة الأجل:

بناء على ما سبق أن أوضحناه في هذا الخصوص من اختلاف العناصر المكونة للالتزامات الخارجية قصيرة الأجل من حيث درجة حساسية كل منها بالنسبة للشركة، والمخاطر الناتجة من عدم الوفاء بها في ميعاد الاستحقاق، ولذلك فمن المنطقي أن الالتزامات المصرفية ترتبط بدرجة أكبر من الحساسية والمخاطر مقارنة بالالتزامات التجارية، وأن الالتزامات المحتملة تجاه مصلحة الضرائب ترتبط بدرجة أكبر من المخاطر المذكورة مقارنة بالالتزامات التجارية، ودرجة أقل مقارنة بالالتزامات المصرفية.

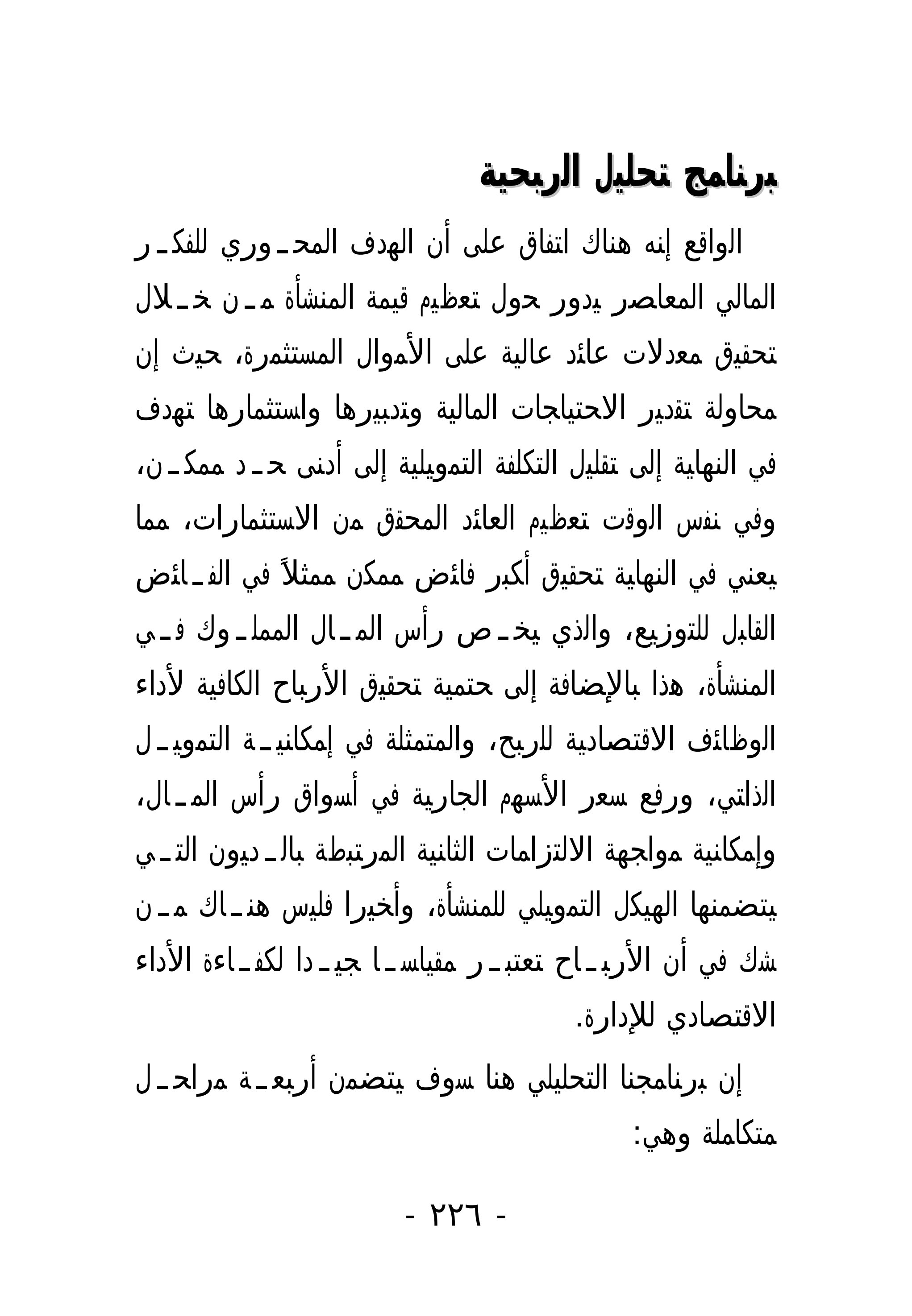
هذا ويمكن تحليل هذه الجزئية من خلال محتويات الجدول التالي والذي قمنا عند إعداده بترتيب عناصـر الالتزامـات قصيرة الأجل ترتيبا تنازليـا بالنسـبة لدرجـة الحساسـية والمخاطر المالية.

جدول رقم (٢٥)

بيان بتحليل هيكل المخاطرة المرتبطة بالالتزامات قصيرة الأجل للشركة (ص)

سنوات / بيـان	١٩٨٧ قيمة	١٩٨٧ %	١٩٨٨ قيمة	١٩٨٨ %	١٩٨٩ قيمة	١٩٨٩ %
قروض قصيرة الأجل	**٣٠٠**	**%١٦**	**١٥٩٠**	**%٥١**	**١٩٨٣**	**%٤١**
مخصـص ضـرائب متنازع عليها	**٣٠**	**%٢**	**-**	**-**	**٢٠**	**%٠,٥**
أوراق دفع	**٥٠٠**	**%٢٦**	**٤٠٠**	**%١٣**	**١٠٠٠**	**%٢١**
دائنون	**٩٠٠**	**%٤٧**	**١٠٠٠**	**%٣٢**	**١٥٠٠**	**%٣١**
خصوم مستحقة	**١٧٠**	**%٩**	**١٠٥**	**%٤**	**٢٩٧**	**%٦,٥**
إجمالي خصوم متداولة	**١٩٠٠**	**%١٠٠**	**٣٠٩٥**	**%١٠٠**	**٤٨٠٠**	**%١٠٠**

وبالتعمق في محتويات الجدول السـابق يتبـين أن عـام ١٩٨٧ تميز بانخفاض درجة المخاطرة مـن حيـث تزايـد الوزن النسبي للعناصر الأقل مخاطرة، فـي حـين اتجـاه الموقف نحو التدهور في عامي ١٩٨٨، ١٩٨٩ من خـلال تزايد الوزن النسبي للعناصر الأكثر خطرا وانخفاض الوزن النسبي للعناصر الأقل خطرا، الأمر الذي يؤكد معاناة الشركة (ص) من الأبعاد الثلاثة المكونة لحالة العسر المالي الفني.



برنامج تحليل الربحية

الواقع إنه هناك اتفاق على أن الهدف المحوري للفكر المالي المعاصر يدور حول تعظيم قيمة المنشأة من خلال تحقيق معدلات عائد عالية على الأموال المستثمرة، حيث إن محاولة تقدير الاحتياجات المالية وتدبيرها واستثمارها تهدف في النهاية إلى تقليل التكلفة التمويلية إلى أدنى حد ممكن، وفي نفس الوقت تعظيم العائد المحقق من الاستثمارات، مما يعني في النهاية تحقيق أكبر فائض ممكن ممثلاً في الفائض القابل للتوزيع، والذي يخص رأس المال المملوك في المنشأة، هذا بالإضافة إلى حتمية تحقيق الأرباح الكافية لأداء الوظائف الاقتصادية للربح، والمتمثلة في إمكانية التمويل الذاتي، ورفع سعر الأسهم الجارية في أسواق رأس المال، وإمكانية مواجهة الالتزامات الثانية المرتبطة بالديون التي يتضمنها الهيكل التمويلي للمنشأة، وأخيرا فليس هناك من شك في أن الأرباح تعتبر مقياسا جيدا لكفاءة الأداء الاقتصادي للإدارة.

إن برنامجنا التحليلي هنا سوف يتضمن أربعة مراحل متكاملة وهي:

(أ) تحليل ربحية المبيعات.

(ب) تحليل ربحية الأصول.

(ج) تحليل ربحية رأس المال.

(د) تحليل مقدرة الربحية على سداد الالتزامات.

والذي سنطبقه على الوجه التالي:

(أ) تحليل ربحية المبيعات:

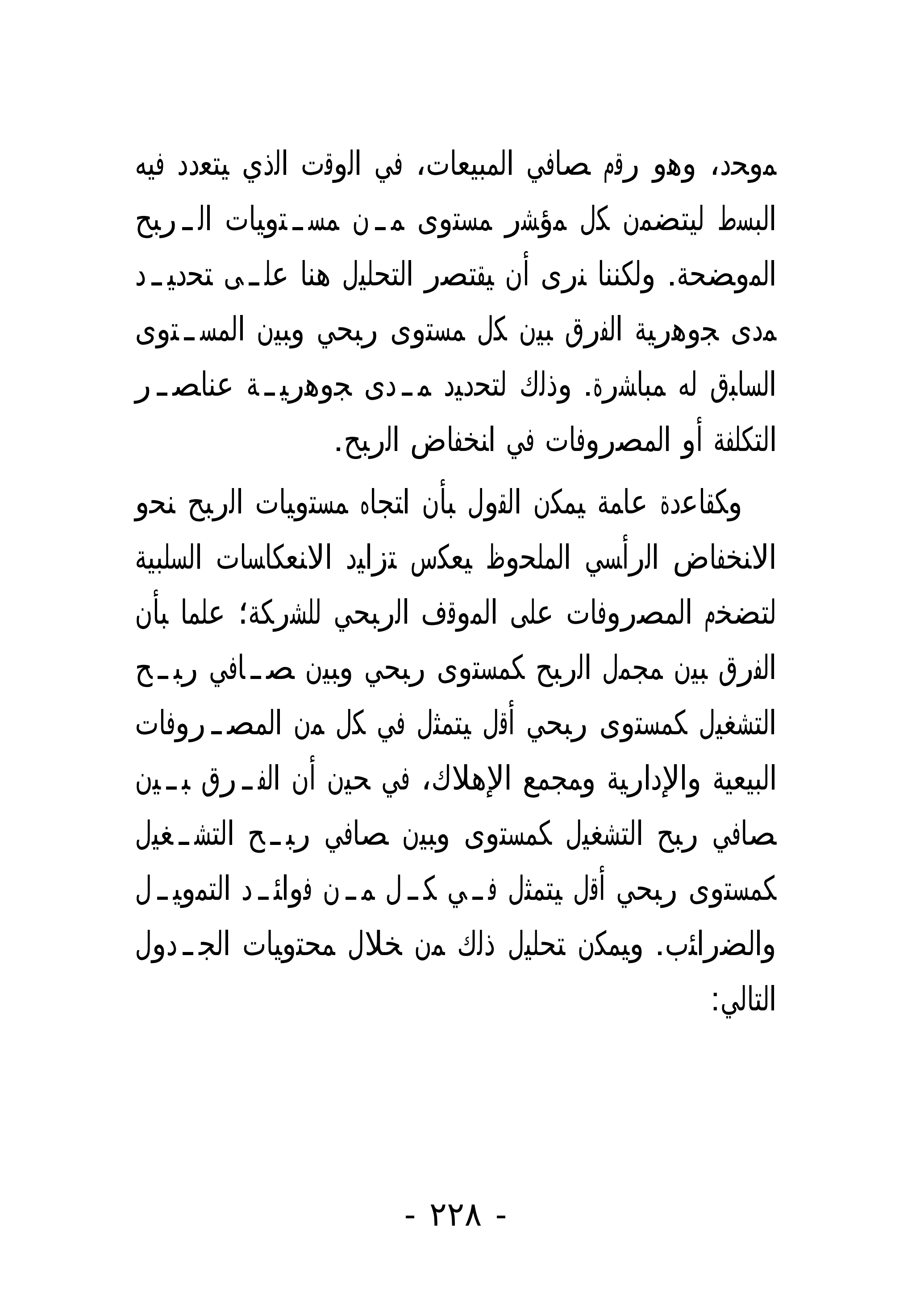
إن الهدف هنا هو تحليل مدى قدرة الشركة على تخفيض التكاليف، بالإضافة إلى تحليل مـدى قـدرتها علـى توليـد الأرباح من المبيعات. ويتم ذلك من خلال الاعتمـاد علـى قائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها لخدمـة أغـراض التحليـل والمدونة بالجدول رقم (٢٦)، حيـث نتعامـل مـع ثلاثـة مستويات من الربح وهي:

١- مجمل الربح.

٢- صافي ربح التشغيل.

٣- صافي ربح قابل للتوزيع.

والواقع إن الفكر المالي التحليلي قد درج علـى تحليـل ربحية المبيعات باستخدام ثلاثة مؤشرات ماليـة ذات مقـام



موحد، وهو رقم صافي المبيعات، في الوقت الذي يتعدد فيه البسط ليتضمن كل مؤشر مستوى من مستويات الربح الموضحة. ولكننا نرى أن يقتصر التحليل هنا على تحديد مدى جوهرية الفرق بين كل مستوى ربحي وبين المستوى السابق له مباشرة. وذلك لتحديد مدى جوهرية عناصر التكلفة أو المصروفات في انخفاض الربح.

وكقاعدة عامة يمكن القول بأن اتجاه مستويات الربح نحو الانخفاض الرأسي الملحوظ يعكس تزايد الانعكاسات السلبية لتضخم المصروفات على الموقف الربحي للشركة؛ علما بأن الفرق بين مجمل الربح كمستوى ربحي وبين صافي ربح التشغيل كمستوى ربحي أقل يتمثل في كل من المصروفات البيعية والإدارية ومجمع الإهلاك، في حين أن الفرق بين صافي ربح التشغيل كمستوى وبين صافي ربح التشغيل كمستوى ربحي أقل يتمثل في كل من فوائد التمويل والضرائب. ويمكن تحليل ذلك من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٦)

بيان بتحليل مستويات الأرباح للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيـــان / سنوات	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي مبيعات	**١١٠٠٠**	**١٠٠**	**١٠٠٠٠**	**٩١**	**٨٠٠٠**	**٧٢**
مجمل ربح	**٤٩٥٠**	**١٠٠**	**٤٢٦٠**	**٨٦**	**٣٤٦٠**	**٧٠**
(-)						
صافي ربح التشغيل	**١١١٠**	**١٠٠**	**٦٨٠**	**٦١**	**٢٦٠**	**٢٣**
=						
قيمة الانخفاض	**٣٨٤٠**	**-**	**٣٥٨٠**	**-**	**٣٢٠٠**	
معدل الانخفاض %	**%٧٨**	**-**	**%٨٤**	**-**	**%٩٢**	
صافي ربح التشغيل	**١١١٠**	**-**	**٦٨٠**	**-**	**٢٦٠**	**-**
-						
صافي ربح قابل للتوزيع	**٦٣٠**	**-**	**١٠٥**	**-**	**(٤٠٠)**	**-**
=						
مقدار الانخفاض	**٤٨٠**	**-**	**٥٧٥**	**-**	**(٦٦٠)**	**-**
معدل الانخفاض %	**%٤٣**	**-**	**%٨٥**	**-**	**%٢٥٤**	**-**

وبالتعمق في محتويات الجدول السابق يتأكد لنـا النتـائج التالية:

١- إن انخفاض قيمة صافي ربح التشغيل عـن قيمـة مجمل الربح يعكس قيمة ومعدل انخفاض جـوهري ومتزايد، الأمر الذي يؤكد أن العناصـر التكاليفيـة والمحصورة بينهما والمتمثلة في المصروفات البيعية والإدارية ومجمع الإهلاك تلعب دورا سلبيا ملموسا، على صافي ربح التشـغيل الأمـر الـذي يسـتلزم ضرورة تحليلها للوقوف على تأثيرها النسبي وذلـك من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٧)

بيان بتحليل مصروفات التشغيل بالشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـان	١٩٨٧		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	%	قيمة	%	قيمة	%
مصروفات بيعية	**٢١٠٠**	**%٥٥**	**١٦٥٠**	**%٤٦**	**١٢٠٠**	**%٣٨**
مصروفات إدارية	**١٥٠٠**	**%٣٩**	**١٦٠٠**	**%٤٥**	**١٦٠٠**	**%٥٠**
مجمع إهلاك	**٢٤٠**	**%٦**	**٣٣٠**	**%٩**	**٤٠٠**	**%١٢**
إجمالـــي	**٣٨٤٠**	**%١٠٠**	**٣٥٨٠**	**%١٠٠**	**٣٢٠٠**	**%١٠٠**

يتبين من محتويات الجدول السابق أن المصروفات البيعية تمثل الوزن النسبي الأكبر من جملة مصـروفات التشـغيل خلال عامي ١٩٨٧، ١٩٨٨، في الوقت الذي اختلـف فيـه الموقف خلال عام ١٩٨٩ وذلـك بزيـادة الـوزن النسـبي للمصروفات الإدارية. ولكنه بملاحظة قيم المصروفات يتأكد أن المصروفات البيعية تتجـه نحـو الانخفـاض ارتباطـاً بالانخفاض في قيمة المبيعات السنوية، في الوقت الذي يرتبط فيه هذا الانخفاض المـذكور أخيـرا باتجـاه المصـروفات الإدارية نحو التزايد في قيمتها.

٢- إن انخفاض قيمة صافي الربح القابل للتوزيع عـن قيمة صافي ربح التشـغيل يعكـس قيمـة ومعـدل انخفاض جوهري ومتزايد بشكل خطير، الأمر الذي يؤكد أن فوائد التمويل تلعب دورا سلبيا ملموسا على انخفاض صافي الربح القابل للتوزيع وذلـك علـى اعتبار أن الضرائب ذات المعدل الثابت تخرج عـن نطاق تحكمنا وتحكم إدارة الشركة.

ومن المؤكد أن النتيجة المستخلصة هذه تعكس أمرا منطقيا من خلال اتجاه قيمة المبيعات نحو الانخفاض

مع اتجاه إدارة الشركة نحو زيادة قيمة اسـتثماراتها وتمويل تلك الزيادة بمزيد من الاقتراض الإضافي.

٣- إن اتجاه المبيعات نحو الانخفاض مع اتجاه صـافي الربح القابل للتوزيع نحو الانخفاض الشديد وتحـول قيمته إلى خسارة في العام الأخير يؤكد الانخفـاض الشديد في ربحية المبيعات؛ وذلك كنتيجة حتمية لعدم قدرة الشركة على السيطرة على عناصر التكاليف.

(ب) تحليل ربحية الأصول:

الواقع إننا ولتحليل ربحية الأصول نسـتخدم عـددا مـن المؤشرات المالية وهي:

١- القوة الإيرادية Eraning power

$$= \frac{\text{صافي ربح التشغيل}}{\text{إجمالي الأصول المرتبطة بالنشاط}} \times ١٠٠$$

ونقصد بمقام المؤشر وهو إجمالي الأصـول المرتبطـة بالنشاط إجمالي الأصول بعد اسـتبعاد الأصـول المـؤجرة للغير، والأصول التي تعكس استثمارات فرعيـة لا تـرتبط بالنشاط الرئيسي للمنشأة موضع التحليل؛ مثل الاستثمار فـي

الأوراق المالية. ومن المنطقي أن نعتمد فـي حسـاب هـذا المؤشر على كل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل بعـد إعادة تجهيزهما لخدمة أغراض التحليل، ويمكن حسابه مـن خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٢٨)

بيان بتحليل القوة الإيرادية للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي ربح التشغيل	**١١١٠**	**١٠٠**	**٦٨٠**	**٦١**	**٢٦٠**	**٢٣**
÷						
إجمالي الأصول المرتبطة بالنشاط	**٥٤٥٠**	**١٠٠**	**٦٧٣٣**	**١٢٤**	**٨٦٨٣**	**١٥٩**
نتيجة المؤشر %	**%٢٠**		**%١٠**		**%٣**	

وتؤكد نتائج المؤشر الانخفاض الشديد في القوة الإيرادية للشركة (ص) من خلال المؤشر نحو الانخفاض الشديد نتيجة لاتجاه صافي ربح التشغيل نحو الانخفاض مع اتجاه إجمالي الأصول المرتبطة بالنشاط نحو التزايد، الأمر الذي يؤكد عدم سلامة قرارات إدارة الشركة والمتعلقـة بـإقرار توسـعات استثمارية غير مدروسة.

٢- معدل العائد على الاستثمار:

$$\frac{\text{صافي أرباح قابلة للتوزيع}}{\text{صافي مبيعات}} \times \frac{\text{أصول مبيعات}}{\text{إجمالي أصول}}$$

يطلق على هذا المؤشر نظام ديبونت Du pont System حيث يعتمد على التوصل إلى معدل العائد على الاستثمار كنتيجة أو محصلة للتفاعل المنطقي بين كل من ربحية المبيعات ومعدل دوران إجمالي الأصول.

والواقع إن هذا المؤشر على هذه الصورة يفيد كثيرا في عدة أغراض؛ منها استخدامه كمؤشر رقابي، وكذلك مساهمته الفعالة في تسهيل مهمة الباحث المتصدي للتقييم والإصلاح. وسوف نطبق هذا المؤشر كما يلي:

جدول رقم (٢٩)

بيان بتحليل معدل العائد على الاستثمارللشركة (ص)

سنوات / بيان	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
صافي أرباح قابلة للتوزيع	٦٣٠	١٠٥	(٤٠٠)
÷			
صافي مبيعات	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
ربحية المبيعات %	%٥,٧٣	%١,٠٥	%٥ -
صافي مبيعات	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠
÷			
إجمالي أصول	٥٥١٠	٦٨٨٣	٨٦٨٣
معدل دوران (مرة)	٢ مرة	١,٥ مرة	٠,٩ مرة
نتيجة المؤشر %	%١١,٥	%١,٦	- ٠,٥٤ %

وبالتحليل الأفقي يتبين أن معدل العائد على الاستثمار بدأ بشكل مقبول ثم اتجه نحو التدهور الشديد حتى ظهـر فـي صورة سالبة في عام ١٩٨٩.

أما فيما يتعلق بالتحليل الرأسي فنجد أن انخفاض معـدل العائد على الاستثمار يرجع إلى التفاعل السـلبي لكـل مـن انخفاض ربحية المبيعات وانخفاض معدل الأصول، الأمـر الذي يؤكد أن الشركة (ص) قد وصلت إلى أقصى حـالات التدهور.

(ج) تحليل ربحية رأس المال:

* معدل العائد على حقوق الملكية

$$= \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع}}{\text{حقوق الملكية} - \frac{1}{2}\ \text{الأرباح المحتجزة للسنة المنتهية}}$$

يقيس هذا المؤشر مدى نجاح إدارة الشركة فـي الوفـاء بالجزء الأساسي من عقد الوكالة، والمتمثل في تحقيق معدل عائد مقبول على أموال المساهمين يتمشى مع توقعاتهم ومع معدل العائد المرتبط بطبيعة النشاط.

وفيما يتعلق بمقام المؤشر والذي يمكن أن نطلق عليـه – حق الملكية المعدل – والواجب استخدامه عند تحليل الربحية فقط، حيث إن حق الملكية يتكون من ثلاثة عناصر هي رأس المال المدفوع – الاحتياطيات – الأرباح المحتجزة.

وهنا نجد أن الأرباح المحتجزة لم تتحقق كلها في بدايـة العام، كما أنها لم تتحقق في نهاية العام، وعلى ذلك كان من المنطقي أن نستخدمها كمتوسط.

هذا ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال تكوين الجـدول التالي:

جدول رقم (٣٠)

بيان بتحليل معدل العائد على حقوق الملكية للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـــان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي ربح قابل للتوزيع	**٦٣٠**	**١٠٠**	**١٠٥**	**١٧**	**(٤٠٠)**	**(١٦٣)**
حق ملكية معدل	**٢٥٨٣,٥**	**١٠٠**	**٢٣٩١,٥**	**٩٣**	**٢٩١,٥**	**٨٩**
نتيجة المؤشر %	**٢٤%**		**٤%**		**- ١٧,٥%**	

يتبين أن معدل العائد على حقوق الملكية بدأ عـام ١٩٨٧ بقيمة مرتفعة ثم اتجه إلى التدهور بشكل حاد حتى تحول إلى معدل سالب القيمة خلال عام ١٩٨٩ ويرجع ذلك الاتجاه إلى

انخفاض صافي أرباح التوزيع بمعـدل أكبـر مـن درجـة انخفاض حقوق الملكية.

(د) تحليل مقدرة الربحية على سداد الالتزامات:

تهدف هذه الجزئية التحليلية إلى تحديد مدى قدرة الشركة على سداد الأعباء المالية الثابتة، والتي يمكن حصرها فـي فوائد الديون والإيجارات المستحقة، ونظرا للأهمية النسـبية المتزايدة للأعباء المتعلقة بفوائد الديون لارتباطها بالمخاطرة المالية التي تتعرض لها الشركة، فقد اتفـق علـى اسـتخدام مؤشرين ماليين يخصص أولهما لفوائد الديون بمفردها، وأما ثانيهما فيتضمن الإيجارات المستحقة إلى جانب فوائد الديون:

١- عدد مرات تغطية الفوائد (مرة).

$$= \frac{\text{صافي الدخل المتاح لسداد الفوائد}}{\text{الفوائد}}$$

$$= \frac{\text{صافي ربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الفوائد}}$$

يقيس هذا المؤشر عدد المرات التي يمكن فيهـا تغطيـة الفوائد من صافي الدخل المتاح لسدادها، وبمفهوم آخر يقيس

هذا المؤشر المدى الذي يمكن أن تنخفض إليه أرباح الشركة دون تعرضها لمواقف مالية حرجة نتيجة لعدم قدرتها على سداد فوائد الديون ويمكن حسابه من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٣١)

بيان بتحليل عدد مرات تغطية الفوائد للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي ربح قبل الفوائد والضرائب	**١١١٠**	**١٠٠**	**٦٨٠**	**٦١**	**٢٦٠**	**٢٣**
÷	**÷**		**÷**		**÷**	
الفوائد	**٢١٠**	**١٠٠**	**٥٣٠**	**٢٥٢**	**٦٦٠**	**٣١٤**
نتيجة المؤشر (مرة)	**٥,٣ مرة**		**١,٣ مرة**		**٠,٤ مرة**	

يتبين أن عام ١٩٨٧ ارتبط بدرجة عالية من التغطية وانخفاض احتمالات تعرض الشركة لمواقف حرجة، ثم اتجه الموقف إلى التدهور الشديد إلى أن وصل إلى الحد الأقصى للتدهور خلال عام ١٩٨٩ حيث إن قيمة الدخل المتاح لسداد الفوائد تقل عن نصف قيمة الفوائد المطلوب سدادها، ويرجع هذا الاتجاه السلبي إلى انخفاض الدخل المتاح بمعدلات

مرتفعة، في حين اتجهت قيمة الفوائد إلى التزايد بمعـدلات أكبر.

٢- عدد مرات تغطية الأعباء الثابتة (مرة).

$$= \frac{\text{الدخل المتاح لسداد الأعباء الثابتة}}{\text{الأعباء الثابتة}}$$

$$= \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب + الإيجارات المستحقة}}{\text{الفوائد + الإيجارات المستحقة + احتياطي سداد القروض طويلة الأجل}}$$

ومن الواضح أن هذا المؤشر يقيس عدد المـرات التـي يمكن فيها تغطية الأعباء الثابتة من صافي الـدخل المتـاح لسدادها. ويعتقد أن مقام المؤشر يحتـاج إلـى مزيـد مـن التوضيح حيث إن [١]:

من المتفق عليه أن فوائد الديون والإيجـارات المسـتحقة تمثل مصروفات ينبغي خصمها من الدخل قبل الضريبة؛ لذا فإن المنشأة في حاجة إلى قدر من صافي الربح قبل الضريبة مساويا لتلك الأعباء حتى يمكن تغطيتها بالكامل، أما بالنسبة

---

(1) دكتور منير صالح هندي، **الإدارة المالية: مدخل تحليلـي معاصـر**. الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، الطبعة الثانية، ١٩٨٩) ص٦٢.

لاحتياطي سداد القروض فإنه لا يعكس مصروفًا ولا يـؤثر بالتالي على الضرائب المستحقة، وحيـث إن الهـدف مـن استخدام المعدل المشار إليه هو قياس مدى قدرة الشركة على تغطية الأعباء الثابتة من صافي الربح قبل الضـريبة فـإن الأمر يتطلب تعديل رقم احتيـاطي قبـل الضـريبة وذلـك باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{الاحتياطي قبل الضريبة} = \frac{\text{الاحتياطي المطلوب لسداد القرض}}{\text{١ - معدل الضريبة}}$$

وحيث إن قيمة هذا الاحتياطي في الشـركة (ص) ٣٠٠ ألف جنيه اقتراضا، وأن معدل الضريبة ٣٠% فإن:

$$\text{قيمة الاحتياطي قبل الضريبة} = \frac{٣٠٠}{٠,٧٠} = \text{٤٢٩ ألف جنيه}$$

وأما فيما يتعلق بالإيجارات المستحقة في الشـركة (ص) فتمثل جزءا من خصومها المستحقة حيث بلغت قيمتهـا ١٥، ٥، ٣٠ ألف جنيه للسنوات الثلاث على التوالي، وعلى ذلـك يمكن حساب هذا المؤشر من خلال محتويات الجدول التالي:

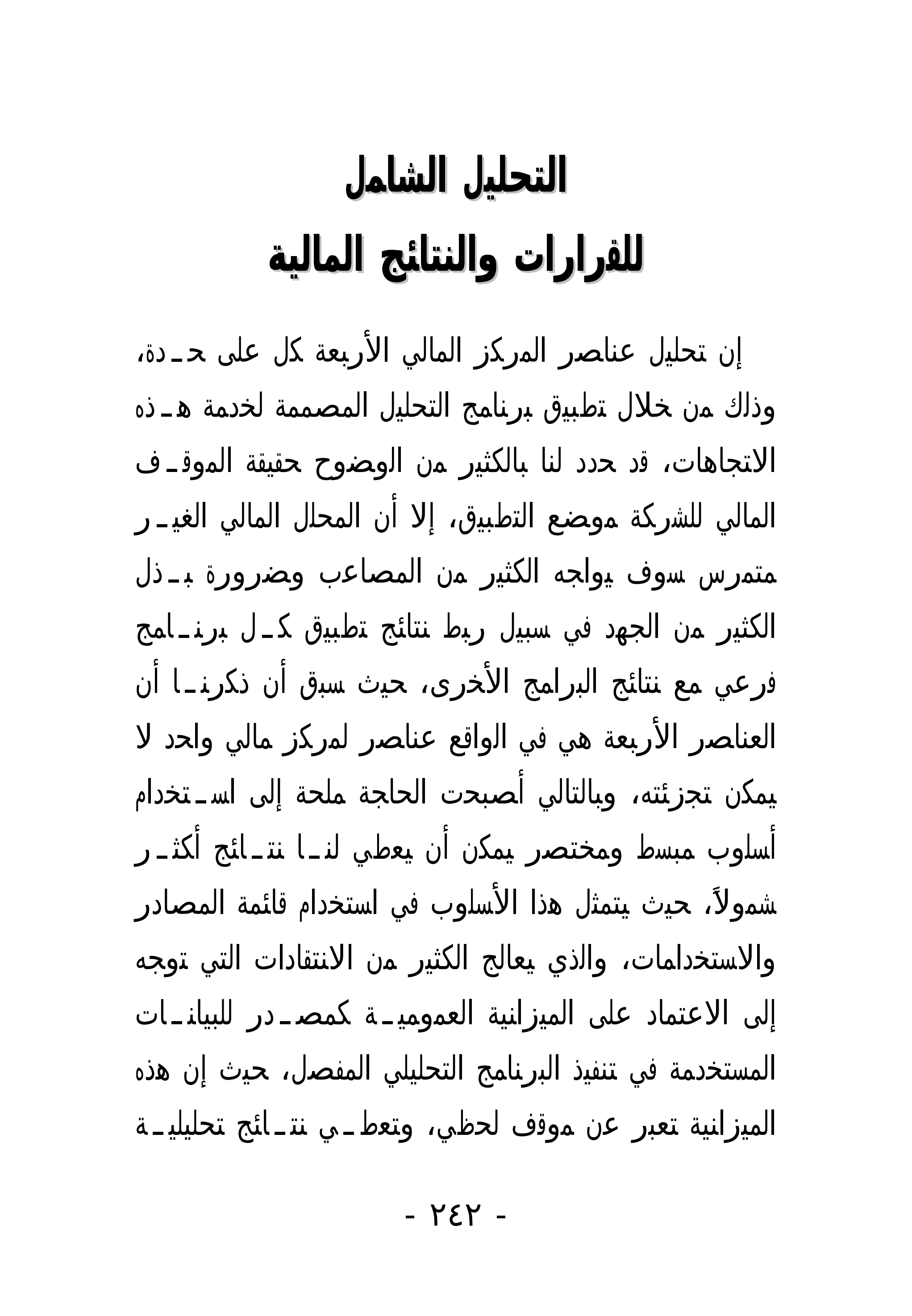
جدول رقم (٣١)

بيان بتحليل عدد مرات تغطية الفوائد للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيــان	١٩٨٧ (أساس)		١٩٨٨		١٩٨٩	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
صافي ربح قبل الفوائد والضرائب + الإيجارات المستحقة	**١١٢٥**	**١٠٠**	**١١١٤**	**٩٩**	**٧١٩**	**٦٤**
÷						
الأعباء الثابتة	**٦٥٤**	**١٠٠**	**٩٦٤**	**١٤٧**	**١١١٩**	**١٧١**
نتيجة المؤشر (مرة)	**١,٧ مرة**		**١,٢ مرة**		**٠,٦ مرة**	

يتأكد أيضا اتجاه الموقف نحو التـدهور الملحـوظ فيمـا يتعلق بقدرة الشركة (ص) على امتلاك درجة مناسـبة مـن الأمان المالي، ويرجع هذا الاتجاه السلبي إلى تناقص الـدخل المتاح لسداد الأعباء الثابتة وبمعدلات كبيرة في الوقت الذي اتجهت فيه الأعباء الثابتة إلى التزايد الكبير في قيمتها، والذي يحرص بالدرجة الأولى إلى تزايد الأعباء الثابتـة المتعلقـة بفوائد الديون.



التحليل الشامل
للقرارات والنتائج المالية

إن تحليل عناصر المركز المالي الأربعة كل على حدة، وذلك من خلال تطبيق برنامج التحليل المصممة لخدمة هذه الاتجاهات، قد حدد لنا بالكثير من الوضوح حقيقة الموقف المالي للشركة موضع التطبيق، إلا أن المحلل المالي الغير متمرس سوف يواجه الكثير من المصاعب وضرورة بذل الكثير من الجهد في سبيل ربط نتائج تطبيق كل برنامج فرعي مع نتائج البرامج الأخرى، حيث سبق أن ذكرنا أن العناصر الأربعة هي في الواقع عناصر لمركز مالي واحد لا يمكن تجزئته، وبالتالي أصبحت الحاجة ملحة إلى استخدام أسلوب مبسط ومختصر يمكن أن يعطي لنا نتائج أكثر شمولاً، حيث يتمثل هذا الأسلوب في استخدام قائمة المصادر والاستخدامات، والذي يعالج الكثير من الانتقادات التي توجه إلى الاعتماد على الميزانية العمومية كمصدر للبيانات المستخدمة في تنفيذ البرنامج التحليلي المفصل، حيث إن هذه الميزانية تعبر عن موقف لحظي، وتعطي نتائج تحليلية

ساكنة، ومن المؤكد أنه من غير المنطقي أن يتم تقييم شـيء ما في وقت لا يتحرك فيه، ولكل ذلك يـتم الاعتمـاد علـى الأسلوب المذكور لنتمكن من تقييم المركز المـالي للمنشـأة خلال فترة زمنية (قد تكون سنة مالية أو أكثر) وهي في حالة من الحركة الدائمة.

إن القائمة المستخدمة هنا، والتي يمكن أن يطلـق عليهـا أيضا قائمة الزيادة والنقص.

Increase – Decreas Statement or source and application o Funds Statement.

والتي يتم تكوينها من خلال التغيرات بين البنود المتقابلـة لقائمتي المركز المالي للمنشأة لسـنتين متتـاليتين، أو غيـر متتاليتين، ونصف هذه التغيرات إلى مصادر واستخدامات.

والواقع إن أعداد هذه القائمة التحليلية المسـتخدمة هنـا يساعد المحلل المالي على الإجابة عن التساؤلات التالية:

- كيف تم تدبير مصادر التمويل بالتفصيل؟
- كيف تم استخدام الأموال بالتفصيل؟

- ما مدى سلامة القرارات المالية المتعلقـة بالتمويـل والاستثمار؟ وما انعكاسات ذلك سـواء الإيجابيـة أو السلبية على النتائج المالية للمنشأة موضع التحليل؟
- هل هناك توافقـًا بـين تلـك المصـادر التمويليـة واستخداماتها من حيث الآجال الزمنيـة للاسـتحقاق تحقيقًا للقواعد العامة فـي التمويـل والمتمثلـة فـي ضرورة تطبيق منهج التغطية. في التمويل hedging approach أو كما يطلق عليه البعض مبدأ الملاءمـة؟ وما هي انعكاسات عدم التطبيق السـليم للقاعـدة أو المبدأ المذكور على النتائج المالية للمنشأة؟

ويتأكد من خلال طبيعة وشمولية التساؤلات السابقة، مدى أهمية هذه القائمة التحليلية كأداة للتحليـل الشـامل للمركـز المالي لأية منشأة.

وفي هذا المجال يلزمنا التأكيد على أن مقدار التغير سواء بالزيادة أو النقص فيما بين قيمتين متقابلتين لأحـد عناصـر الأصول أو لأحد عناصر الخصوم سـوف يعكـس نوعـا واضحا من الحركة، التي تعكس قرارا ماليا سواء كان متعلقًا بالتمويل أو الاستثمار. ويلزمنا التأكيد أيضا على أن حصول

المحلل المالي على قائمتي مركـز مـالي للمنشـأة لسـنتين متتاليتين، سوف يتيح له متابعة موقف هذه المنشـأة تحليليـا خلال سنة مالية كاملة وهي السنة الأخيرة، بمعنى أن سـنتي ١٩٨٧، ١٩٨٨ سوف يعني مباشرة أن التحليل سوف ينصب على سنة ١٩٨٨ بكاملها، فإذا افترضنا مثلاً البيانات الآتيـة لأحد المنشآت.

بيـــان	سنة ١٩٨٧ ٨٧/١٢/٣١ أو ٨٨/١/١	سنة ١٩٨٨ ٨٨/١٢/٣١
صافي آلات (أصول)	١٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠
قروض طويلة الأجل (خصوم)	٥٠٠٠٠	٧٠٠٠٠
صافي عملاء (أصول)	١٢٠٠٠٠	٧٠٠٠٠
قروض قصيرة الأجل (خصوم)	٦٠٠٠٠	٤٠٠٠٠

والسؤال الآن عن الطريقة التي يجب أن ننظر من خلالها إلى هذه البيانات؟

في البداية يجب أن ننظر إلى الأرصدة المقارنة لعناصـر الأصول والخصوم على أنها تعكس الموقف المقارن في بداية عام ١٩٨٨ مع الموقف في نهايته، بمعنى أن هـذه المنشـأة بدأت عام ١٩٨٨ بآلات قيمتها ١٠٠٠٠٠ جنيه وأنهت هـذا العام بآلات قيمتها ١٥٠٠٠٠ جنيه، وهكذا.

وفيما يتعلق بالتغيرات في عناصر الأصول:

نجد أن الآلات خلال عام ١٩٨٨ قد زادت قيمتها بمبلـغ ٥٠٠٠٠ جنيه أو زادت بمعدل ٥٠%، الأمر الـذي يعكـس نشاطًا استثماريا إضافيا أو استخدامات إضـافية بالقيمـة أو النسبة المذكورة. في حين أن أرصدة العملاء خـلال عـام ١٩٨٨ قد انخفضت بمبلغ ٥٠٠٠٠ جنيه أو انخفضت بمعدل ٤٢% تقريبا، ومن الواضح أن انخفاض رصيد العملاء بهذا القدر يعكس نشاطًا للتحصيل أي مصدرا للتمويل.

وعلى هذا الأساس فإن زيادة الأصول تعكس اسـتخداما للأموال أو قرارا استثماريا، في حين أن النقص فيها يعكـس مصدرا للتمويل أو قرارا تمويليا.

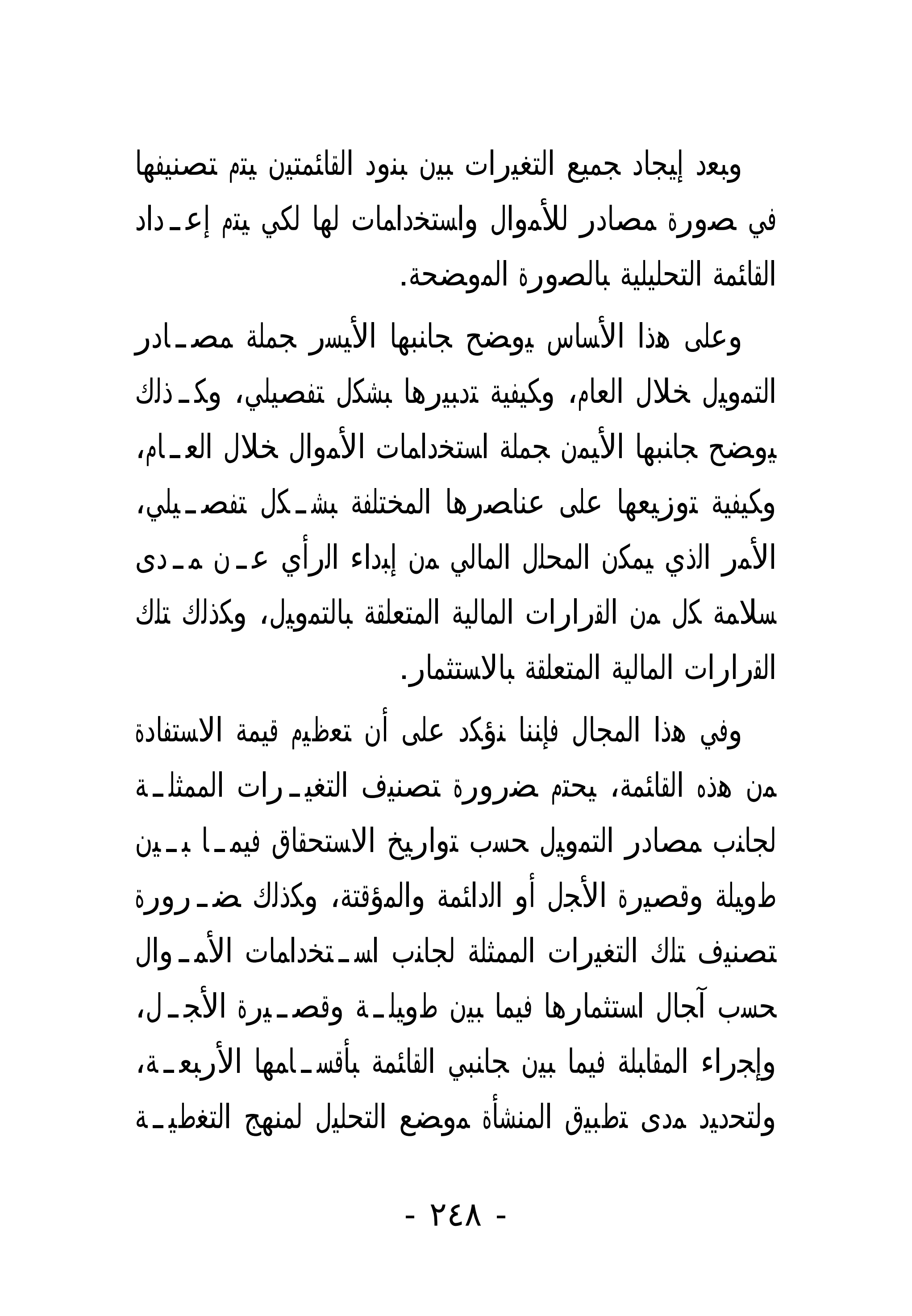
وفيما يتعلق بالتغيرات في عناصر الخصوم ورأس المال:

نجد أن رصيد القروض طويلة الأجل خلال عـام ١٩٨٨ قد زاد ٢٠٠٠٠ جنيه أو زاد بمعـدل ٤٠%، الأمـر الـذي يعكس مصدرا من مصادر التمويل التي تم اللجـوء إليهـا، وبالتالي فإن أحد قرارات التمويل (طويلة الأجل) كانت فـي اقتراض مبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه. في حين أن رصيد القـروض قصيرة الأجل قد انخفض بمبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه خـلال عـام ١٩٨٨، أو انخفض بمعدل ٣٣% تقريبا، الأمر الذي يعكـس نشاطًا لاستخدام الأموال، حيث قررت المنشأة سداد جزء من ديونها قصيرة الأجل لينخفض رصيدها الدائن بمعدل ٣٣%.

ومن هنا فإن زيادة الخصوم ورأس المال تعكس قرارات تمويلية (مصادر تمويل) في حين أن الـنقص فيهـا يعكـس قرارات استثمارية تتعلق باستخدام الأموال.

وعلى ذلك يمكن تصوير الشكل النهائي لقائمة المصـادر والاستخدامات كما يلي:

استخدامات الأموال	مصادر الأموال
- الزيادة في عناصر الأصول	- الزيادة في عناصـر الخصـوم ورأس المال
- النقص في عناصـر الخصـوم ورأس المال	- النقص في عناصر الأصول



وبعد إيجاد جميع التغيرات بين بنود القائمتين يتم تصنيفها في صورة مصادر للأموال واستخدامات لها لكي يتم إعداد القائمة التحليلية بالصورة الموضحة.

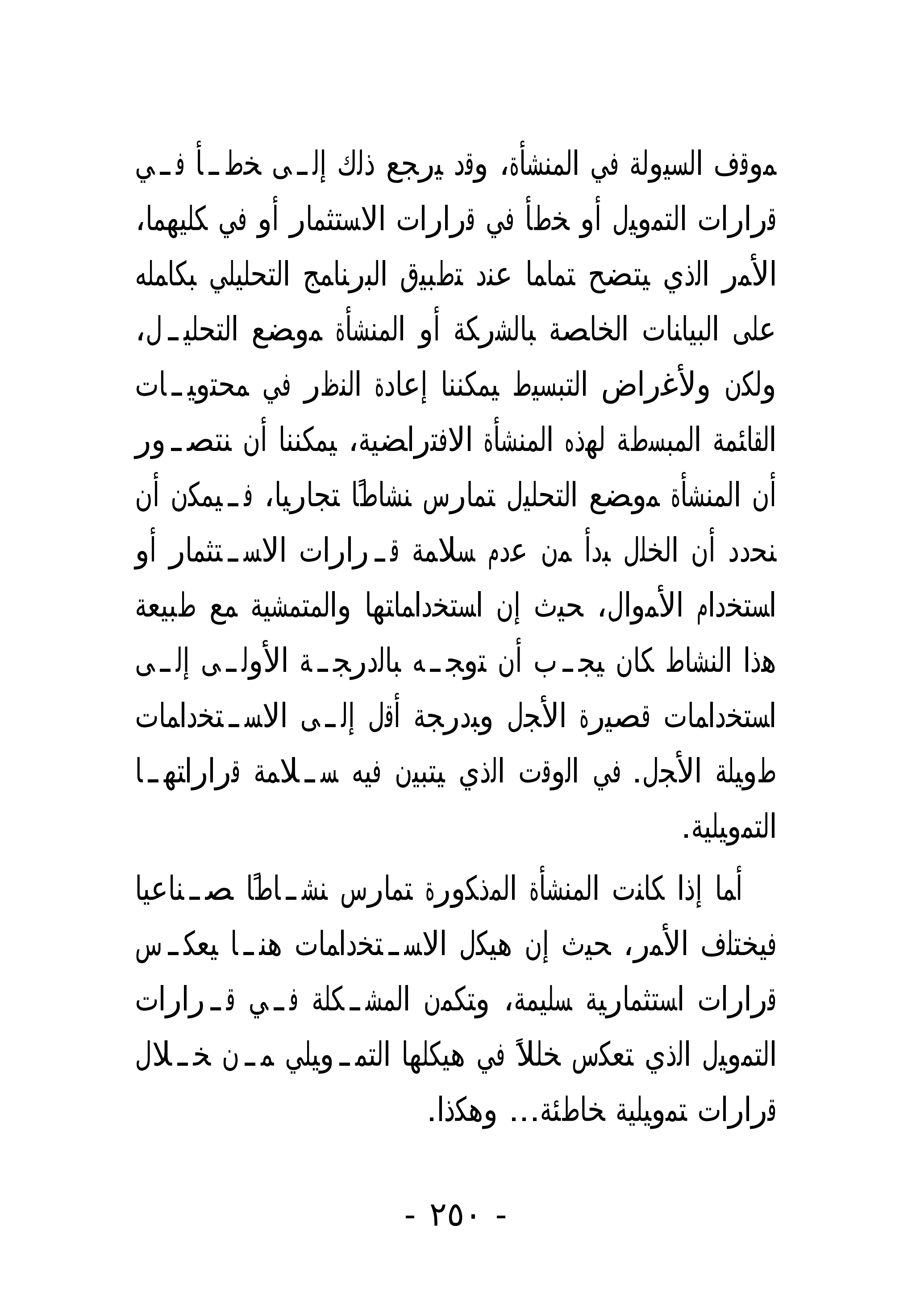
وعلى هذا الأساس يوضح جانبها الأيسر جملة مصادر التمويل خلال العام، وكيفية تدبيرها بشكل تفصيلي، وكذلك يوضح جانبها الأيمن جملة استخدامات الأموال خلال العام، وكيفية توزيعها على عناصرها المختلفة بشكل تفصيلي، الأمر الذي يمكن المحلل المالي من إبداء الرأي عن مدى سلامة كل من القرارات المالية المتعلقة بالتمويل، وكذلك تلك القرارات المالية المتعلقة بالاستثمار.

وفي هذا المجال فإننا نؤكد على أن تعظيم قيمة الاستفادة من هذه القائمة، يحتم ضرورة تصنيف التغيرات الممثلة لجانب مصادر التمويل حسب تواريخ الاستحقاق فيما بين طويلة وقصيرة الأجل أو الدائمة والمؤقتة، وكذلك ضرورة تصنيف تلك التغيرات الممثلة لجانب استخدامات الأموال حسب آجال استثمارها فيما بين طويلة وقصيرة الأجل، وإجراء المقابلة فيما بين جانبي القائمة بأقسامها الأربعة، ولتحديد مدى تطبيق المنشأة موضع التحليل لمنهج التغطية

في التمويل، والانعكاسات المتوقعة علـى النتـائج الماليـة. ولمزيد من التوضيح وبالرجوع إلى المثال السـابق وعلـى افتراض جدلي بأن العناصر الأربعـة والمكونـة للميزانيـة العمومية للمنشأة هي فقط كل مكوناتها فيمكن إجراء الآتي:

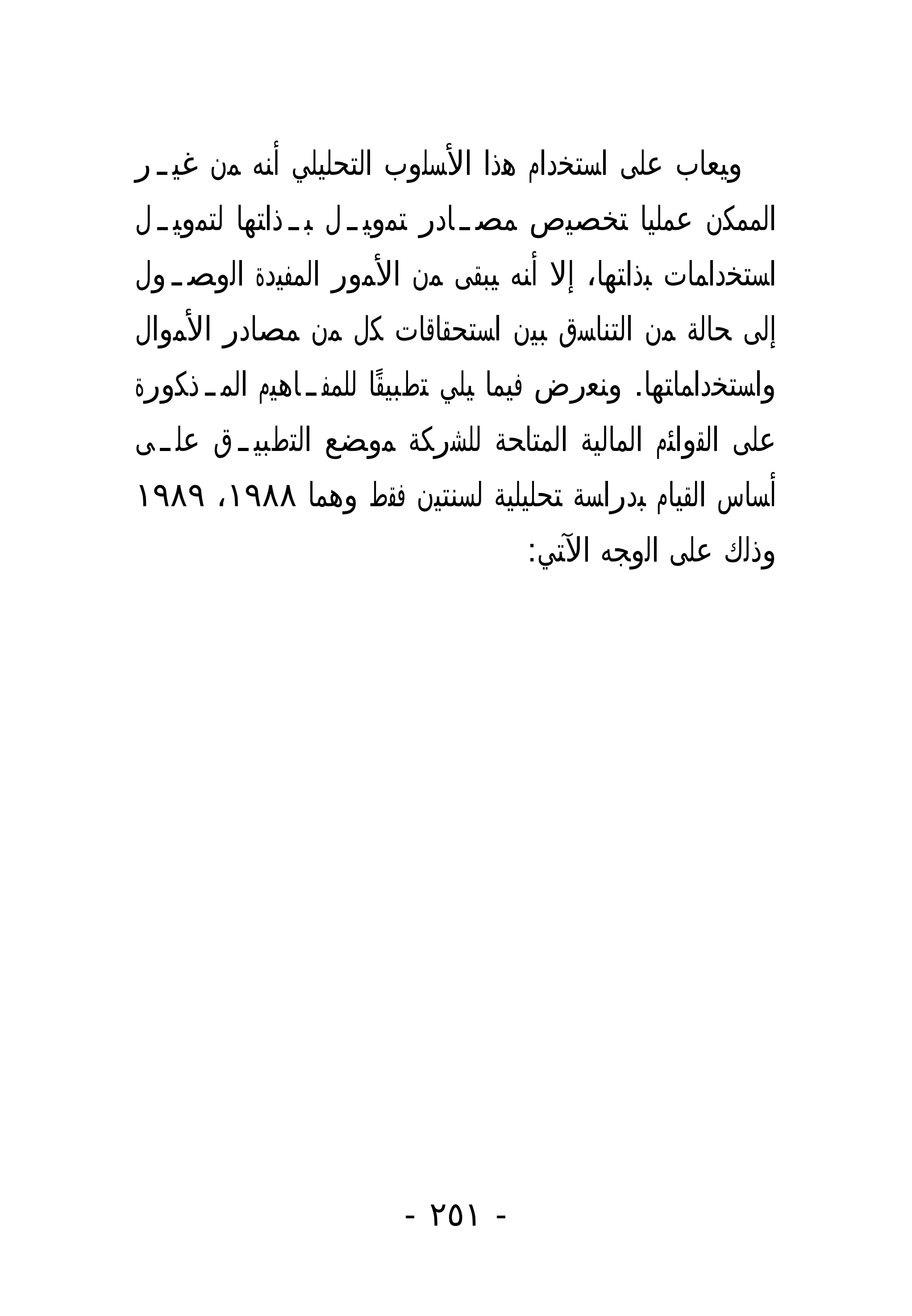
استخدامات	مصادر
استخدامات طويلة الأجل (دائما) **٥٠٠٠٠ شراء آلات جديدة** **(٢١%)**	**مصادر طويلة الأجل (دائمة)** **٢٠٠٠٠ اقتراض إضافي طويل الأجل** **(٢٩%)**
استخدامات قصيرة الأجل (مؤقتة) **٢٠٠٠٠ تسديدات قروض قصيرة الأجل** **(٢٩%)**	**مصادر قصيرة الأجل (مؤقتة)** **٥ تحصيلات من العملاء** **(٧١%)**
٧ إجمالي استخدامات	**٧ إجمالي مصادر**

وبتحليل محتويات هذه القائمة المبسطة يتبين أن المنشأة لم تطبق منهج التغطية في التمويل، حيث يشير السهم الموضح إلى اتجاه الخطأ التطبيقي، حيث تم تمويل استخدامات طويلة الأجل، بمصادر قصيرة الأجل بمقدار ٣٠٠٠٠ جنيه، نظـرا لعدم كفاية مصادر التمويل طويلة الأجل لتمويل ما يقابلها من استخدام طويل الأجل، الأمر الذي يعكس أثره السلبي علـى



موقف السيولة في المنشأة، وقد يرجع ذلك إلى خطأ في قرارات التمويل أو خطأ في قرارات الاستثمار أو في كليهما، الأمر الذي يتضح تماما عند تطبيق البرنامج التحليلي بكامله على البيانات الخاصة بالشركة أو المنشأة موضع التحليل، ولكن ولأغراض التبسيط يمكننا إعادة النظر في محتويات القائمة المبسطة لهذه المنشأة الافتراضية، يمكننا أن نتصور أن المنشأة موضع التحليل تمارس نشاطًا تجاريا، فيمكن أن نحدد أن الخلل بدأ من عدم سلامة قرارات الاستثمار أو استخدام الأموال، حيث إن استخداماتها والمتمشية مع طبيعة هذا النشاط كان يجب أن توجه بالدرجة الأولى إلى استخدامات قصيرة الأجل وبدرجة أقل إلى الاستخدامات طويلة الأجل. في الوقت الذي يتبين فيه سلامة قراراتها التمويلية.

أما إذا كانت المنشأة المذكورة تمارس نشاطًا صناعيا فيختلف الأمر، حيث إن هيكل الاستخدامات هنا يعكس قرارات استثمارية سليمة، وتكمن المشكلة في قرارات التمويل الذي تعكس خللاً في هيكلها التمويلي من خلال قرارات تمويلية خاطئة... وهكذا.



ويعاب على استخدام هذا الأسلوب التحليلي أنه من غير الممكن عمليا تخصيص مصادر تمويل بذاتها لتمويل استخدامات بذاتها، إلا أنه يبقى من الأمور المفيدة الوصول إلى حالة من التناسق بين استحقاقات كل من مصادر الأموال واستخداماتها. ونعرض فيما يلي تطبيقًا للمفاهيم المذكورة على القوائم المالية المتاحة للشركة موضع التطبيق على أساس القيام بدراسة تحليلية لسنتين فقط وهما ١٩٨٨، ١٩٨٩ وذلك على الوجه الآتي:

* إعداد قائمة التغيرات التمهيدية كما يلي جدول رقم (٣٣)

سنوات / بيـــان	٨٧/١٢/٣١	٨٨/١٢/٣١	قيمة التغير	طبيعة التغير	٨٧/١٢/٣١	٨٨/١٢/٣١	قيمة التغير	طبيعة التغير
الأصول								
أراضي	١٥٠٠	١٥٠٠	-	-	١٥٠٠	١٥٠٠	-	-
صافي أ ثابتة	١٩٣٠	٢٤٨٣	٥٥٣	استخدام ط	٢٤٨٣	٢٧٨٣	٣٠٠	استخدام ط
مخزون	٥١٠	٩٠٠	٣٩٠	استخدام ق	٩٠٠	١٣٣٥	٤٣٥	استخدام ق
صافي عملاء	٧٨٠	٩٠٠	١٢٠	استخدام ق	٩٠٠	١٩٠٠	١٠٠٠	استخدام ق
أوراق قبض	١٢٠	٥٠٠	٣٨٠	استخدام ق	٥٠٠	٤٠٠	(١٠٠)	استخدام ق
أ. مالية	٦٠	١٥٠	٩٠	استخدام ق	١٥٠	-	(١٥٠)	استخدام ق
نقدية	٣٢٠	٢٠٠	(١٢٠)	مصدر ق	٢٠٠	١٠٠	(١٠٠)	مصدر ق
	١٠٠	٦٠	(٤٠)	مصدر ط	٦٠	٥٠٠	٤٤٠	مصدر ط
- مشـروعات تحـت التنفيذ	٩٠	١٥٠	٦٠	استخدام ق	١٥٠	١٦٥	١٥	
مخزون مستعيد	١٠٠	٤٠	(٦٠)	مصدر ق	٤٠	-	(٤٠)	استخدام ق
مصروفات مقدمة								مصدر ق

تابع جدول رقم (٣٣)

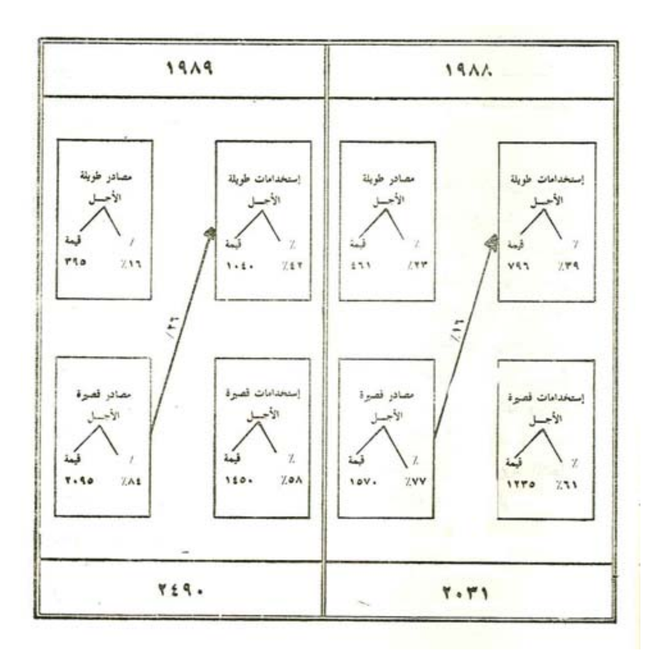
سنوات / بيـــان	٨٧/١٢/٣١	٨٩/١٢/٣١	قيمة التغير	طبيعة التغير	٨٧/١٢/٣١	٨٩/١٢/٣١	قيمة التغير	طبيعة التغير
الخصوم ور. م								
ر. م مدفوع	٢٠٠٠	٢٠٠٠	-		٢٠٠٠	٢٠٠٠	-	
احتياطيات	٥٠٠	٣٠٠	(٢٠٠)	استخدام ط	٣٠٠	٢٠٠	(١٠٠)	استخدام ط
أرباح محتجزة	١٦٧	١٨٣	١٦	مصدر ط	١٨٣	١٨٣	-	-
قروض طويلة	٧٠٠	١١٠٥	٤٠٥	مصدر ط	١١٠٥	١٥٠٠	٣٩٥	مصدر ط
سندات	٢٤٣	٢٠٠	(٤٣)	استخدام ط	٢٠٠	-	(٢٠٠)	استخدام ط
محقق ضرائب	٣٠	-	(٣٠)	استخدام ق	-	٢٠	٢٠	مصدر ق
خصوم مستحقة	١٧٠	١٠٥	(٦٥)	استخدام ق	١٠٥	٢٩٧	١٩٢	مصدر ق
دائنون	٩٠٠	١٠٠٠	١٠٠	مصدر ق	١٠٠٠	١٥٠٠	٦٠٠	مصدر ق
أوراق دفع	٥٠٠	٤٠٠	(١٠٠)	استخدام ق	٤٠٠	١٠٠٠	٦٠٠	مصدر ق
خصوم قصيرة الأجل	٣٠٠	١٥٩٠	١٢٩٠	مصدر ق	١٥٩٠	١٩٨٣	٣٩٣	مصدر ق

واعتمادا على القائمة السابقة والتي توضح طبيعـة كـل عنصر من عناصر التغيرات سواء من حيث كونه مصـدرا للأموال أو استخداما لها، وكذلك الأجل المرتبط به، يمكننـا إعداد قائمة المصادر والاستخدامات لسـنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩ على الوجه الآتي:

جدول رقم (٣٤)

بيان بقائمة المصادر والاستخدامات للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)



توضح هذه القائمة بالطريقة التي صممت بها أن الشـركة (ص) تعاني من أوجه القصور والتي يمكن حصـرها فيمـا يلي:

١- عدم كفاءة الإدارة في اتخاذ القـرارات التمويليـة، وذلك من حيث اختلال هيكل المصادر والذي يتكون بدرجة كبيرة ومتزايدة من مصادر التمويل قصـيرة الأجل مقارنة بمصادر **التمويل طويلة الأجل**.

٢- عدم كفاءة الإدارة في اتخاذ القرارات الاسـتثمارية من حيث اختلال هيكل الاستخدامات، والذي يتكون بدرجة كبيرة من الاستخدامات طويلة الأجل الأمـر الذي يتعارض مع طبيعة النشاط الصناعي للشركة، وما لذلك من انعكاسات سلبية على كل مـن الأداء المالي والنتائج المالية للشركة.

٣- عدم سلامة الهيكل المالي للشركة من حيـث عـدم التوافق السابق ذكره بين كل من القرارات التمويلية والقرارات الاستثمارية، والذي يمكن التعبير عنه من خلال عدم تطبيق الشـركة لمـنهج التغطيـة فـي التمويل، حيث توضح القائمة عدم كفايـة مصـادر

التمويل طويلة الأجل المنخفضة في وزنها النسـبي لتمويل الاستخدامات طويلة الأجل المنخفضة أيضـا في وزنها النسبي، الأمر الذي يبرز مدى الانخفاض في الوزن النسبي لمصادر التمويل طويلة الأجـل، هذا بالإضافة إلى تضخم الوزن النسـبي لمصـادر التمويل قصيرة الأجل بالشـكل الـذي لـم يمكـن الاستخدامات قصيرة الأجل من مواجهتها، ويمكـن تلخيص كل ما سبق في عدم تطبيق الشركة لمـنهج التغطية في التمويل من خلال تمويلها الاسـتخدامات طويلة الأجل بمصادر تمويل قصيرة الأجل بمعـدل ١٦%، ٢٦% من قيمتهـا لسـنتي ١٩٨٨، ١٩٨٩ على التوالي.

خامسا

إعداد التقرير النهائي

يمكننا تصوير التقرير النهائي على النحو التالي:

جدول رقم (٣٥) التقرير النهائي عن نتائج تحليل المركز المالي للشركة (ص)

<table>
<tr>
<td>قرارات الاستثمار:
• التوسعات غير الاقتصادية في الاستثمارات الثابتة والعاملة (الجارية) والتي ارتبطت بالانخفاض الشديد في المبيعات وما ينتج عن ذلك من عدم سلامة هيكل رأس المال المستثمر وانخفاض كفاءة إدارة الأصول.
• انخفاض الرصيد النقدي وما يرتبط به من عدم منطقية الاحتفاظ بالاستثمارات في الأوراق المالية.
• تضخم أرصدة المخزون وارتباط ذلك باتجاه المبيعات نحو الانخفاض.
• تضخم حجم الاستثمارات في الحسابات المدينة وارتباط ذلك بانخفاض المبيعات.</td>
<td></td>
<td>قرارات التمويل:
• اختلال الهيكل التمويلي للشركة من خلال المبالغة في الاعتماد على التمويل بالديون قصيرة الأجل.
• ارتباط الشركة بدرجة عالية من المخاطر المالية مع درجة عالية من مخاطر الأعمال ووقوع الشركة تحت دائرة التأثير السلبي العنيف لهذه المخاطر من خلال الانخفاض الشديد في المبيعات.
• اختلال الهيكل المالي للشركة.</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="3">إدارة الأصول:
• عدم كفاءة الشركة في إدارة رأس المال المستثمر.
• عدم كفاءة الشركة في إدارة الأصول الثابتة.
• عدم كفاءة الشركة في إدارة رأسمالها العامل على المستوى الإجمالي وعلى المستوى التفصيلي لعناصره الفرعية (النقدية – الأوراق المالية – الحسابات المدينة – المخزون).</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="3">النتائج المالية:
• ارتباط الشركة بحالة العسر المالي الفني بكامل أبعاده الثلاثة كنتيجة حتمية لعدم سلامة قرارات التمويل وقرارات الاستثمار.
• تحقيق الشركة لخسائر في أعمالها كنتيجة حتمية لعدم قدرة الإدارة على السيطرة على تكاليف التشغيل وخاصة في ما يتعلق بالتكاليف الإدارية والبيعية هذا بالإضافة إلى تضخم الفوائد التمويلية مع عدم قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها الثابتة.</td>
</tr>
</table>

الفصل الثالث

الإطار التطبيقي للبدائل المتاحة لمواجهة الفشل المالي

أولاً: برنامج الإصلاح المالي.

ثانيا: برنامج التصفية.

أولاً
برنامج الإصلاح المالي

الواقع إن هذا الفصل الأخير من الكتـاب يهـدف إلـى صياغة الفروض البحثية المكونة للبدائل لمواجهـة مشـكلة الفشل المالي ومحاولة الخروج منها – هذا بالإضـافة إلـى اختبار مدى صحة هذه الفروض بعد صياغتها. كل ذلك بعد أن تمكنا من خلال تطبيق برنامجنا التحليلي المقتـرح علـى القوائم المالية للشركة (ص) موضع البحث والتحليل، الأمـر الذي تمكنا من خلاله من تحديد الأبعـاد المختلفـة لمشـكلة الشركة المذكورة، ومن المنطقي أن الحالة التي تأكـدنا مـن وجودها سوف تعكس ضغوطا كبيرة علـى إدارة الشـركة، وذلك من مصادر عديدة، سواء كانت بنـوك أو دائنـين أو مساهمين... إلخ. حيث يكون لكل جهة من الجهات المذكورة مشاكلها وإجراءاتها الخاصة في التعامل مع الشركة، حيـث تضغط البنوك الدائنة للحصول على ديونها المستحقة لـديها، واضطرها الأمر إلى اتخاذ الإجراءات القانونية لبيع أصولها، في حين يمارس الموردين ضغوطهم على الشركة من خلال

وقف توريد الخامات المطلوبة الأمر الذي يؤدي إلى وقـف نشاطها ومن ثم وقف البيع والربحية، ولا يفوتنا التنويه إلـى إمكانية امتناع المدينين عن سداد التزاماتهم تجـاه الشـركة، نتيجة لمعرفتهم بحالتها المالية المتدهورة.

وأخيرا فإن حملة الأسهم أو أصـحاب الشـركة والـذين يتهددهم احتمالات إشهار إفلاسها وبيع أصولها وفاء لـديون البنوك والموردين.

ومن المنطقي أن يتجه برنامج الإصلاح المقتـرح إلـى مواجهة الضغوط المذكورة بهدف كسب بعض الوقت الـذي يمكن خلاله اسـتعادة الشـركة لثقـة البنـوك والمـوردين والمساهمين وكذلك العملاء، وهنا يرى أحـد [1] الكتـاب أن هناك عدد من الإرشادات التي يمكن أن تهتـدي بهـا إدارة الشركة التي تواجه مشكلة الفشل المالي والتي منها:

---

(1) د. محمد عفيفي حمودة، تحليل القرارات والنتائج المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٨٦) ص١٩٩.

١- العمل بأسرع ما يمكن على تحديد الخسـائر التـي يمكن أن يتحملها الموردين والبنوك وحملة الأسـهم في ظل أسوأ الظروف التي يمكن حدوثها.

٢- حصر جميع مخاوف الإدارة ودراسة كيفية التعامـل مع كل منها بدلاً من ضياع الوقـت فـي اسـتجداء الدائنين.

٣- إخطار الدائنين بأن الشركة تواجه مصاعب نقديـة ومشاكل مالية إلا أنها قادرة على علاجها مع إقناعهم بأهمية بقاء واستمرار الشركة.

٤- المبادرة بإعداد برنامج علاجي مكتوب تقدمه الشركة لكل الأطراف المعنية بالأزمة النقدية حيث يجب أن يتضمن هذا البرنامج على الأقل ما يأتي:

١/٤: برنامج تخفيض المصروفات.

٢/٤: برنامج زيادة التدفقات النقدية.

٣/٤: التغيرات المرتقبة في الإدارة والتنظيم.

٤/٤: مركز مالي وحساب أرباح وخسائر تقديري.

٥/٤: خطة قصيرة الأجل لنشاط الشركة وأخرى طويلة الأجل إن أمكن ذلك.

٦/٤: شرح واف لأسباب مشاكل الشركة الداخلية منها والخارجية.

٧/٤: خطة زمنية لتنفيذ البرنامج المذكور وتحديد الأطراف الإدارية المسئولة عن التنفيذ.

ونظرا لأن الوقت غالبا لا يكفي لتحقيق كل الإصلاحات المذكورة دفعة واحدة. فإن هناك بنودا تعتبر أكثر إلحاحا من غيرها، خاصة من وجهة نظر البنوك والموردين والتي من أهمها العنصر الرابع والخاص بإعداد البرنامج العلاجي المكتوب.

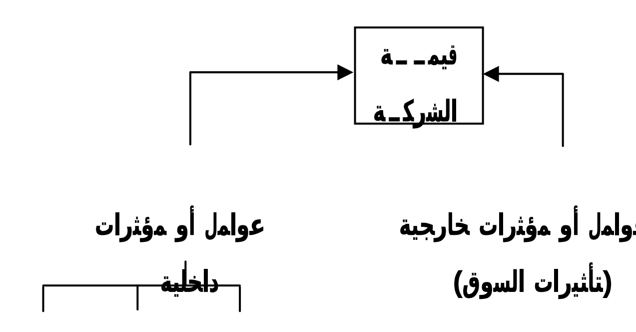
وعلى الرغم من اتفاقنا مع الاتجاه المذكور إلا أننا نرى أن برنامج الإصلاح المالي المقترح يجب أن يتجه بشكل مباشر إلى العمل على تحسين قيمة الشركة.

ولكي نتمكن من عرض برنامجنا الإصلاحي المقترح والذي يمكن تطبيقه بسهولة على حالات مماثلة، فيستلزم الأمر عرض وتوضيح بعض الجوانب العلمية والنظرية والتي يتضمنها البرنامج المذكور، وذلك على الوجه التالي:

قيمة الشركة:

الواقع أن قيمة الشركة وتعظيمها يمثـل الهـدف المـالي المحوري في الفكر المالي المعاصر والتي حلت محل الهدف المالي التقليدي، والمتمثل في تعظيم الربح حيـث إن أبسـط المفاهيم التي يمكن عرضها في هذا المجال لتوضيح الفـرق بين الهدفين يتمثل في أن تعظيم قيمة الشركة تعنـي تعظـيم ربحيتها بعد إدخال عنصـري المخـاطر والقيمـة الحاليـة للأرباح، ونؤكد هنا على أن جميع القـرارات والسياسـات المالية والإدارية والتنظيمية يجب أن تتجه نحو تعظيم قيمـة الشركة، وبالتالي فإن نجاح برنامج الإصلاح المالي سـوف يتحدد من خلال مدى نجاحه في رفع قيمة الشركة بعد تنفيذه مقارنة بقيمتها في الوضع الحالي.

ونؤكد هنا على أن قيمة أي منشأة والتـي يـتم حسـابها رياضيا سوف تمثل المحصلة النهائية للعديد مـن العوامـل والمؤثرات والتي يمكن توضيحها من خلال محتويات الشكل التالي:



ويوضح الشكل السابق أن قيمـة الشـركة تتحـدد وفقًـا للتأثيرات الخارجية والداخليـة، حيـث تعكـس المـؤثرات الخارجية تلك التأثيرات الإيجابية أو السلبية لعوامل تخـرج عن نطاق تحكم إدارة المنشأة، والتي يمكن وصفها بتأثيرات السوق، والتي يمكن أن تكون انعكاس للحالـة الاقتصـادية العامة أو انعكاس للحالة الاقتصـادية الخاصـة المرتبطـة بالنشاط الاستثماري المرتبط بنشاط الشركة أو المنشأة.

أما فيما يتعلق بالمؤثرات الداخلية والتي يمكـن وصـفها بأنها تلك المؤثرات الإيجابية أو السلبية والناتجة من كفاءة أو عدم كفاءة إدارة الشركة، والتي قمنا بحصـرها فـي ثلاثـة

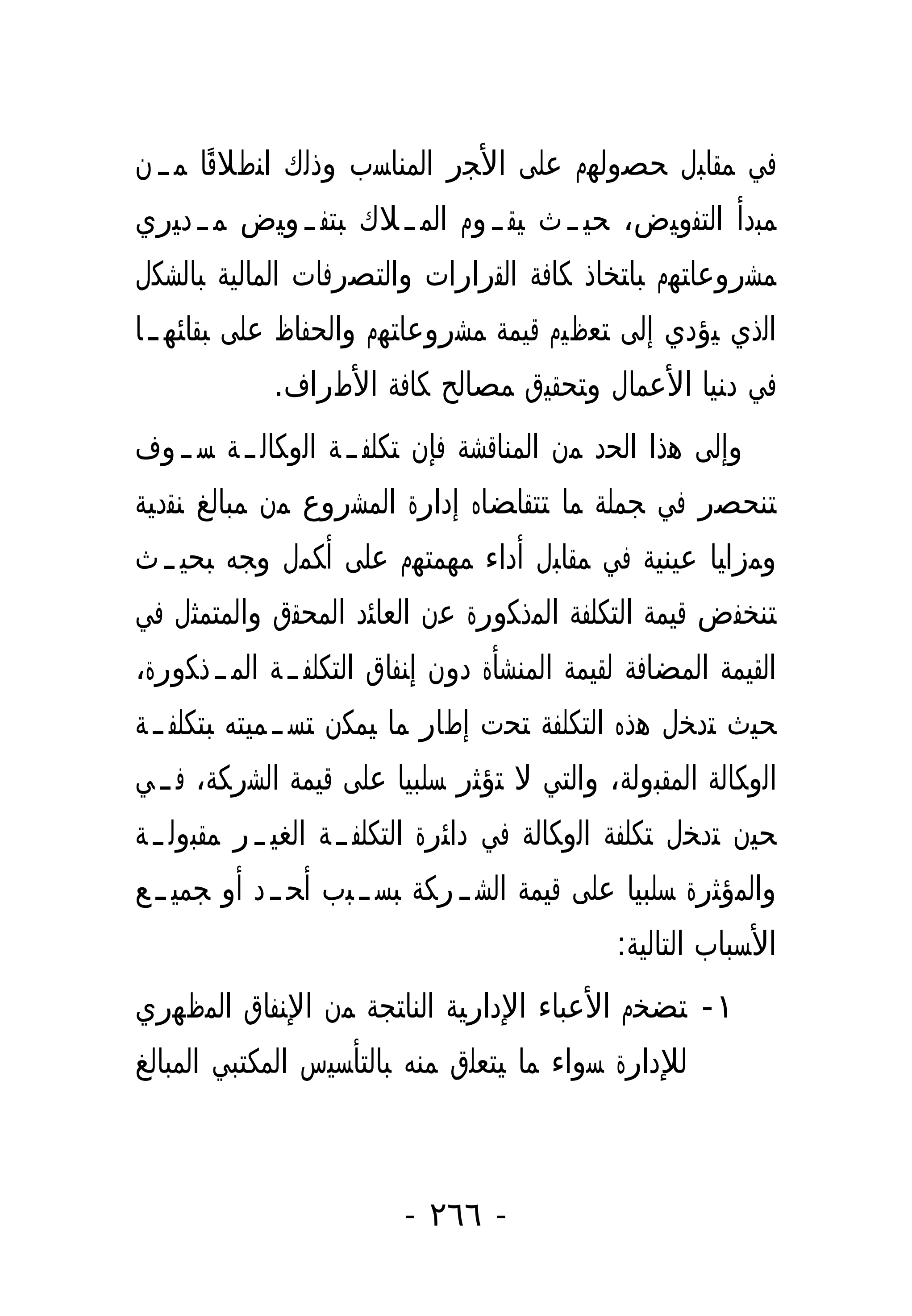
عناصر: هي تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس بالإضافة إلى السياسات المالية المطبقة.

ونؤكد هنا على أننا سنقصر اهتمامنا على العوامل الداخلية والتي سيدور حولها برنامجنا الإصلاحي، وذلك انطلاقًا من عدم إمكانية التحكم في العوامل الخارجية، بالإضافة إلى افتراض ثبات تأثيرها على جميع المشروعات التي تعمل داخل النشاط موضع التحليل، مع وجود مشروعات أخرى مماثلة داخل نفس النشاط تتصف بحالة اليسر المالي وتحقق نتائج مالية مقبولة.

وفي هذا المجال والمتعلق بتلك العوامل أو المؤثرات الداخلية نجد من الضروري أن نستعرض العناصر الثلاثة المكونة لها على الوجه التالي:

(أ) بالنسبة لتكلفة الوكالة Agency Cost

لقد نشأت تكلفة الوكالة كنتيجة منطقية لتضخم حجم المشروعات وتعدد أنشطتها؛ الأمر الذي أدى إلى انفصال الملكية عن الإدارة، بمعنى إسناد الملاك أو المساهمين لمهمة إدارة مشروعاتهم إلى فئة من المديرين المحترفين نيابة عنهم



في مقابل حصولهم على الأجر المناسب وذلك انطلاقًا من مبدأ التفويض، حيث يقوم الملاك بتفويض مديري مشروعاتهم باتخاذ كافة القرارات والتصرفات المالية بالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة مشروعاتهم والحفاظ على بقائها في دنيا الأعمال وتحقيق مصالح كافة الأطراف.

وإلى هذا الحد من المناقشة فإن تكلفة الوكالة سوف تنحصر في جملة ما تتقاضاه إدارة المشروع من مبالغ نقدية ومزايا عينية في مقابل أداء مهمتهم على أكمل وجه بحيث تنخفض قيمة التكلفة المذكورة عن العائد المحقق والمتمثل في القيمة المضافة لقيمة المنشأة دون إنفاق التكلفة المذكورة، حيث تدخل هذه التكلفة تحت إطار ما يمكن تسميته بتكلفة الوكالة المقبولة، والتي لا تؤثر سلبيا على قيمة الشركة، في حين تدخل تكلفة الوكالة في دائرة التكلفة الغير مقبولة والمؤثرة سلبيا على قيمة الشركة بسبب أحد أو جميع الأسباب التالية:

١- تضخم الأعباء الإدارية الناتجة من الإنفاق المظهري للإدارة سواء ما يتعلق منه بالتأسيس المكتبي المبالغ

فيه أو استخدام وسائل النقل الخاصة المبالغ فيهـا أو استخدام إدارة مساعدة مبالغ فيها.

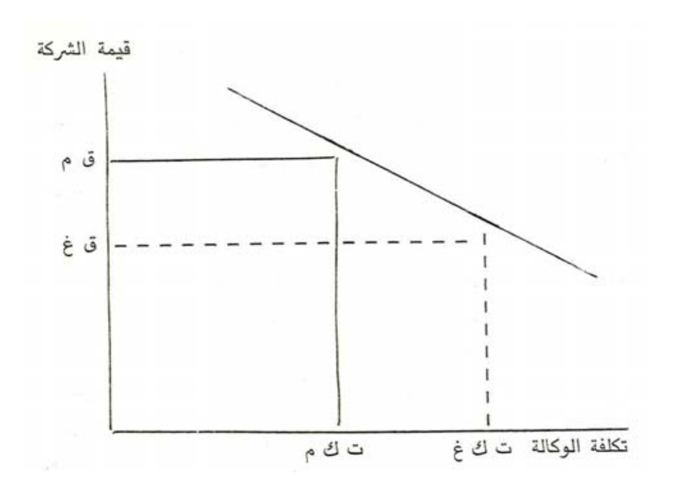
٢- الأرباح الضائعة على الشركة نتيجة البطء في اتخاذ القرار اللازم لاغتنام الفرص الربحية الغير متكررة.

٣- عدم العناية باتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

٤- إقرار الملاك لنظم حوافز إدارية لضـمان توجيـه الإدارة في اتجاه تحقيق مصالحهم الخاصة.

٥- إقرار نظم رقابية تهدف إلى السيطرة على تصرفات إدارة الشركة.

ويمكن توضيح ما سبق من خلال الشكل التالي:



ويوضح الشكل السابق أن هناك علاقة عكسية بين كل من تكلفة الوكالة وقيمة الشركة، حيث تنخفض قيمة الشركة بالزيادة المبالغ فيها في تكلفة الوكالة مع تثبيت العديد من الاعتبارات والتي من أهمها الأثر الإيجابي لتكلفة الوكالة الإضافية على قيمة الشركة، الأمر الذي يعني أن القيمة العظمى لأية منشأة تتحقق عندما تكون تكلفة الوكالة مساوية للصفر، وهذا الأمر الذي لا يحدث عمليا حتى بالنسبة للمشروعات التي يديرها ملاكها، حيث يخصص للمدير المالك مبلغًا محددا في مقابل إدارته للمشروع وتفرغه الكامل لهذه المهمة.

ومن الشكل السابق نجد أن:

ق م: تعني قيمة الشركة في ظل تكلفة وكالة مقبولة.

ق غ: تعني قيمة الشركة في ظل تكلفة وكالة غير مقبولة (مبالغ فيها).

ت ك م: تعني قيمة تكلفة الوكالة المقبولة.

ت ك غ: تعني قيمة تكلفة الوكالة الغير مقبولة.

وعلى ذلك فإن تكلفة وكالة إضافية قدرها (ت ك غ – ت ك م) قد نتج عنها انخفاض في قيمة الشركة قدره (ق م – ق غ).

وتكمن المشكلة هنا في القياس الكمي لكل منهما، الأمـر الذي سنعرض له في جزء لاحق.

(ب) بالنسبة لتكلفة الإفلاس Bankruptcy Cost

يمكن توضيح تكلفة الإفلاس وعلاقتها بكل مـن مشـكلة الفشل المالي وبرنامج الإصلاح المالي المقترح مـن خـلال العناصر التالية:

١- إن انخفاض تكلفة التمويل له انعكاس إيجابي علـى قيمة المنشأة، وعلى القيمة السوقية لأسهمها العاديـة مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة.

٢- إن تكلفة التمويل بالديون أقل مـن تكلفـة التمويـل بالملكية، الأمر الذي يعني أن المزيج التمويلي الذي يرتبط بدرجة أعلى من الديون ودرجـة أقـل مـن الملكية سوف ينتج عنه تكلفـة تمويـل منخفضـة، وسوف يكون لذلك الانخفاض انعكاس إيجابي علـى

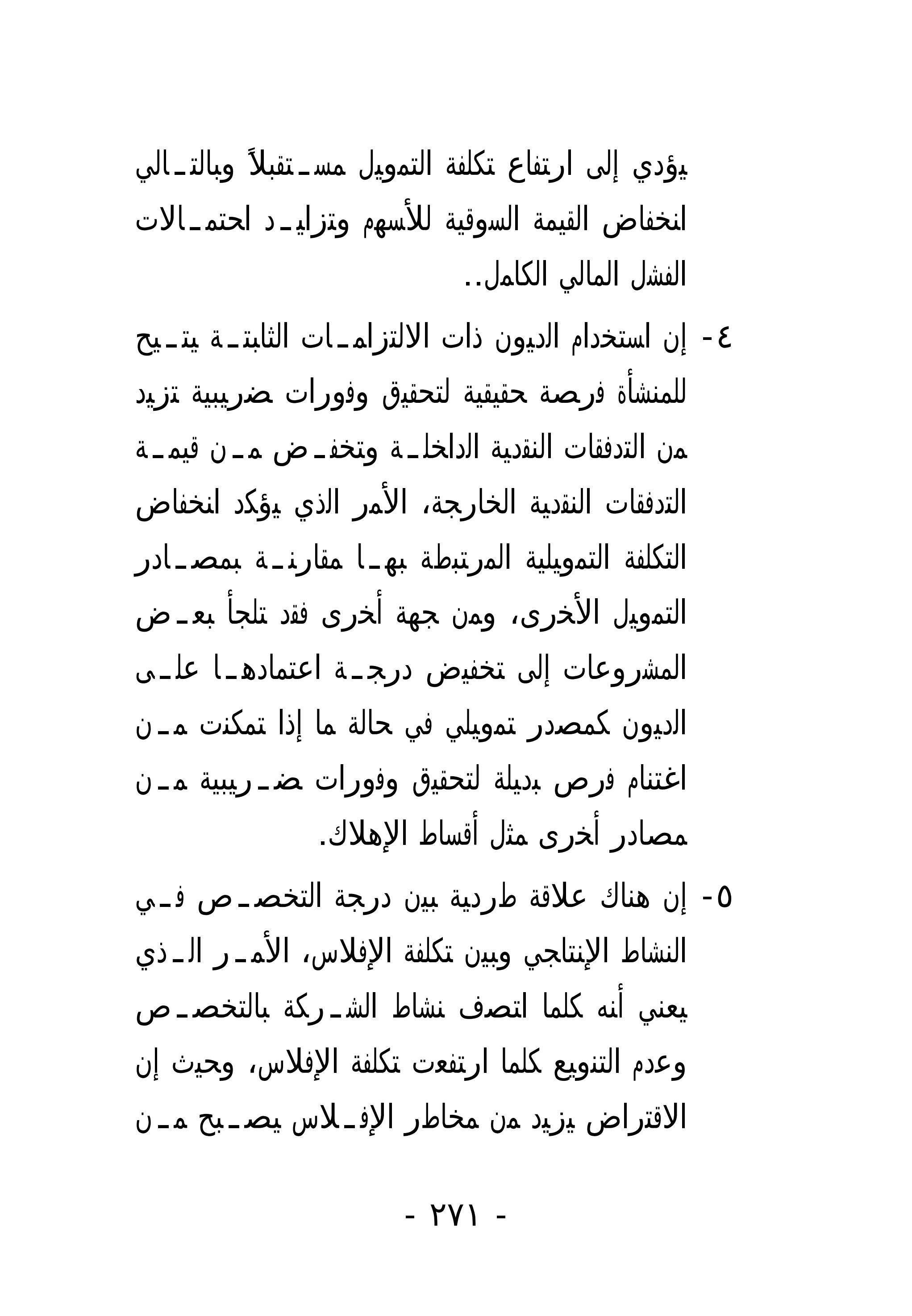
قيمة المنشأة وعلى القيمة السوقية لأسهمها العاديـة وذلك تحت شروط أساسية وهي:

١/٢- الاستخدام الكفء للديون.

٢/٢- القدرة على توليد عائد من الاسـتثمار يكفـي لسداد الالتزامات الثابتة للديون بالإضافة إلى إبقاء قدر مقبول من الأرباح القابلة للتوزيـع ترفع من القيمة السـوقية لأسـهم المنشـأة وبالتالي تزيد من قيمتها.

٣/٢- نجاح المنشأة في السيطرة علـى المخـاطر المالية المرتبطة بالتمويل الخارجي من خلال السيطرة على التدفقات النقدية الداخلة اللازمة لمواجهة الالتزامات الثابتة، كل ذلـك مـن خلال العمل تحت دائرة مخاطر أعمال أقل.

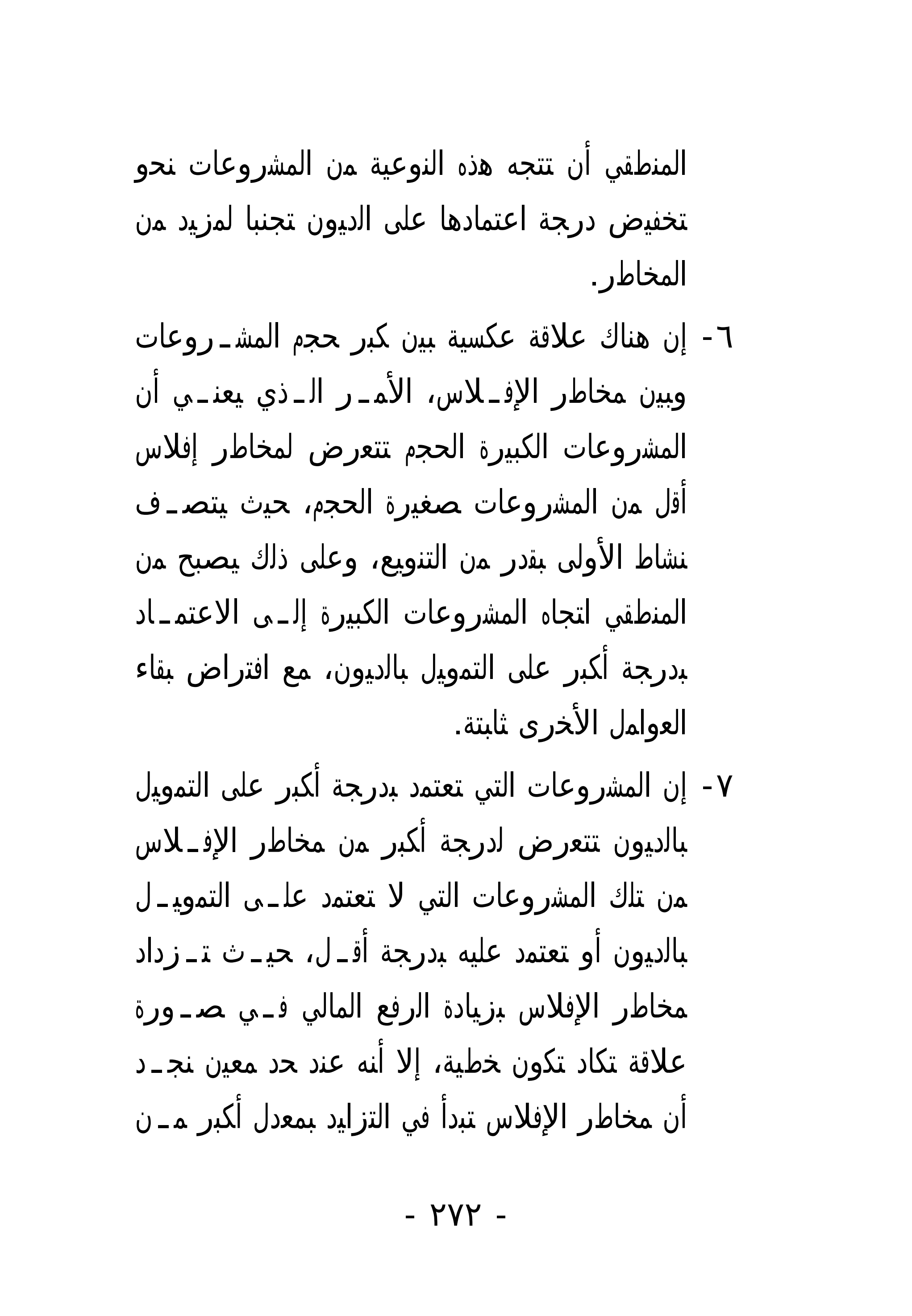
٣- اعتمادا على العنصر السابق ذكـره يصـبح مـن الضروري مطالبة المدير المالي بالحرص على عدم المبالغة في استخدام الـديون ذات تكلفـة التمويـل المنخفضة في تمويل استثمارات إضافية إذا كان ذلك سيؤدي إلى زيادة حجم المخاطر المالية، الأمر الذي



يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل مستقبلاً وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للأسهم وتزايد احتمالات الفشل المالي الكامل..

٤- إن استخدام الديون ذات الالتزامات الثابتة يتيح للمنشأة فرصة حقيقية لتحقيق وفورات ضريبية تزيد من التدفقات النقدية الداخلة وتخفض من قيمة التدفقات النقدية الخارجة، الأمر الذي يؤكد انخفاض التكلفة التمويلية المرتبطة بها مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، ومن جهة أخرى فقد تلجأ بعض المشروعات إلى تخفيض درجة اعتمادها على الديون كمصدر تمويلي في حالة ما إذا تمكنت من اغتنام فرص بديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى مثل أقساط الإهلاك.

٥- إن هناك علاقة طردية بين درجة التخصص في النشاط الإنتاجي وبين تكلفة الإفلاس، الأمر الذي يعني أنه كلما اتصف نشاط الشركة بالتخصص وعدم التنويع كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس، وحيث إن الاقتراض يزيد من مخاطر الإفلاس يصبح من



المنطقي أن تتجه هذه النوعية من المشروعات نحو تخفيض درجة اعتمادها على الديون تجنبا لمزيد من المخاطر.

٦- إن هناك علاقة عكسية بين كبر حجم المشروعات وبين مخاطر الإفلاس، الأمر الذي يعني أن المشروعات الكبيرة الحجم تتعرض لمخاطر إفلاس أقل من المشروعات صغيرة الحجم، حيث يتصف نشاط الأولى بقدر من التنويع، وعلى ذلك يصبح من المنطقي اتجاه المشروعات الكبيرة إلى الاعتماد بدرجة أكبر على التمويل بالديون، مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة.

٧- إن المشروعات التي تعتمد بدرجة أكبر على التمويل بالديون تتعرض لدرجة أكبر من مخاطر الإفلاس من تلك المشروعات التي لا تعتمد على التمويل بالديون أو تعتمد عليه بدرجة أقل، حيث تزداد مخاطر الإفلاس بزيادة الرفع المالي في صورة علاقة تكاد تكون خطية، إلا أنه عند حد معين نجد أن مخاطر الإفلاس تبدأ في التزايد بمعدل أكبر من

معدل الزيادة في الرفع المالي.

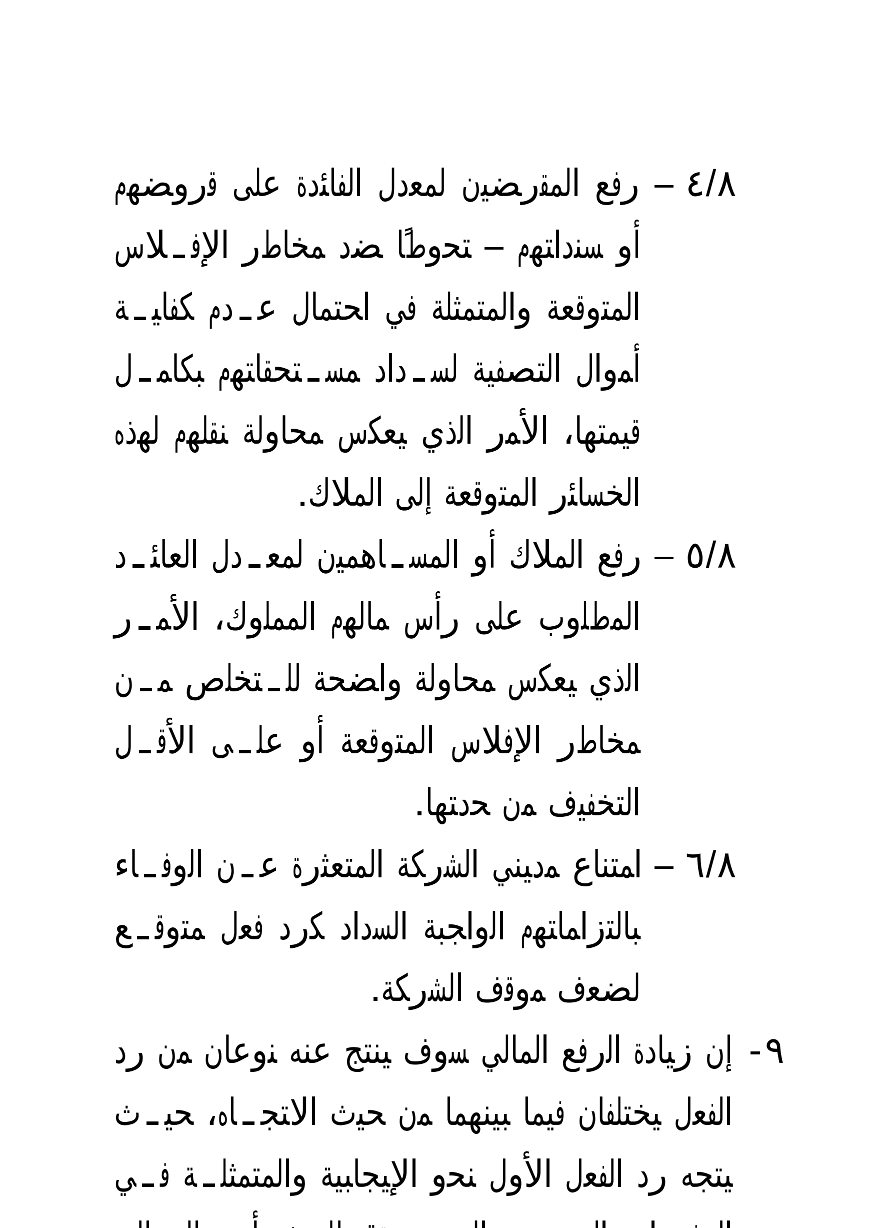
ومن المنطقي أن زيادة مخاطر الإفلاس بالشكل المذكور سوف يعكس آثاره السلبية على كل من تكلفة التمويل وقيمة المنشأة؛ نظرا لأن زيادة مخاطر الإفلاس تؤدي إلى زيادة معدلات العائد المطلوبة من الممولين المستثمرين سواء كانت أموالهم في المنشأة مملوكة أو مقترضة.

٨- إن المقصود بتكلفة الإفلاس مجموع العناصر التكاليفية المرتبطة بإفلاس المشروع أو احتماله إفلاسه والتي تتمثل في الآتي:

١/٨ - المصروفات الإدارية والقانونية المرتبطة بعملية الإفلاس.

٢/٨ – الانخفاض في قيمة الأصول المستثمرة والمتمثل في انخفاض قيمتها السوقية عن قيمتها الدفترية.

٣/٨ – الخسائر المحققة أو الأرباح المنخفضة والناتجة من انخفاض كفاءة نشاط المنشأة قبل وقوع الإفلاس مباشرة.



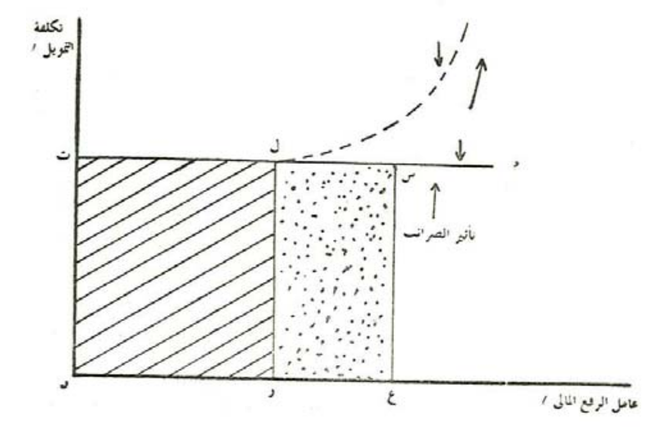
٤/٨ – رفع المقرضين لمعدل الفائدة على قروضهم أو سنداتهم – تحوطًا ضد مخاطر الإفلاس المتوقعة والمتمثلة في احتمال عدم كفاية أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بكامل قيمتها، الأمر الذي يعكس محاولة نقلهم لهذه الخسائر المتوقعة إلى الملاك.

٥/٨ – رفع الملاك أو المساهمين لمعدل العائد المطلوب على رأس مالهم المملوك، الأمر الذي يعكس محاولة واضحة للتخلص من مخاطر الإفلاس المتوقعة أو على الأقل التخفيف من حدتها.

٦/٨ – امتناع مديني الشركة المتعثرة عن الوفاء بالتزاماتهم الواجبة السداد كرد فعل متوقع لضعف موقف الشركة.

٩- إن زيادة الرفع المالي سوف ينتج عنه نوعان من رد الفعل يختلفان فيما بينهما من حيث الاتجاه، حيث يتجه رد الفعل الأول نحو الإيجابية والمتمثلة في الوفورات الضريبية التي تتحقق للمنشأة وبالتالي

تخفيض تكلفة التمويل الكلية، في حين يتجه رد الفعل الآخر نحو الاتجاه السلبي والمتمثل في ظهور تكلفة الإفلاس، الأمر الذي يؤدي مرة أخرى كما سبق أن ذكرنا إلى ارتفاع تكلفة التمويل الكلية. ومن المنطقي أن يحدد رد الفعل السلبي في فترة زمنية لاحقة لتلك الفترة الزمنية التي يحدث فيها رد الفعل الإيجـابي، حيث يتحدد الموقف النهائي بالمقارنة بين حجم كـل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس، الأمر الذي يمكن توضيحه من خلال محتويات الشكل التالي:



يشير الخط ت م إلى اتجاه تكلفة التمويل نحو الانخفـاض بزيادة عامل الرفع المالي؛ وذلك بسـبب تـأثير الضـرائب المتمثل في الوفورات الضريبية، كل ذلك بـافتراض عـدم أخذنا لتأثير تكلفة الإفلاس في الحسبان. وإلى هنـا نجـد أن المساحة "ن ر ل ت" تمثل منطقة الترحيب التمويلي بالديون.

وهنا نجد أن تكلفة التمويل تتجه نحو الانخفاض المستمر حتى النقطة ل والتي تعكس عامل رفع مالي ر % وبعد ذلك تستمر تكلفة التمويل في الانخفاض ولكن بمعدل أقـل حتـى تصل إلى النقطة س والتي تعكس عامل رفـع مـالي ع % حيث تبدأ تكلفة التمويل في الارتفاع بسبب تزايد تأثير تكلفة الإفلاس والتي تبدأ في الظهور بعد عامل رفع مالي ر %.

ولكننا نلاحظ أن المساحة "ر ع س ل" تمثل بداية ظهـور تكلفة الإفلاس وتفاعلها مع تأثير الضـرائب المتمثـل فـي الوفورات الضريبية، ولكنها تتميز بأن حجم تكلفة الإفـلاس أقل من حجم الوفورات الضريبية الناتجة من زيـادة عامـل الرفع المالي، الأمر الذي تنتج عنه فـي النهايـة اسـتمرار الاتجاه التناقصي لتكلفة التمويل ولكن بمعدل أقل عما كـان عليه داخل المساحة ن ر ل ت.

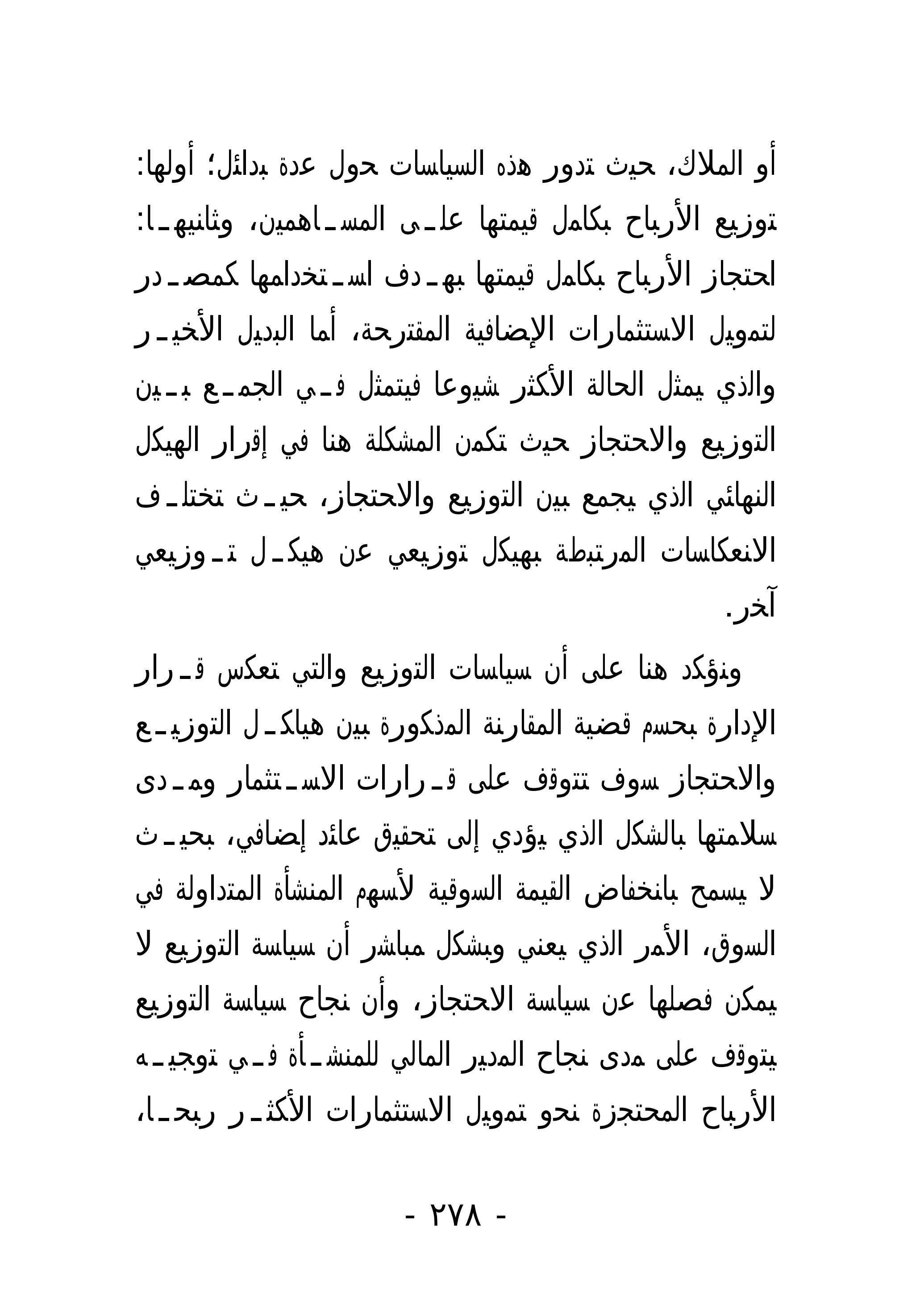
وأخيرا نلاحظ أنه بعد النقطة س والتي تعكس عامل رفع مالي ع % تبدأ تكلفة الإفلاس في التزايد، بحيث تزيـد فـي حجمها عن حجم الوفورات الضريبية وبالتالي اتجـاه تكلفـة التمويل نحو الارتفاع. الأمر الذي يعني في التحليل النهـائي أن تجاوز المنشأة لعامل رفع قدره ع % سيعني دخولها فـي دائرة الفشل المالي. وأن عامل الرفع المالي الأمثـل يتحـدد بعامل رفع ر % والذي يعني تكلفة تمويل عند حدها الأدنى.

واستنادا على طبيعة العلاقة العكسية بين تكلفـة التمويـل وبين القيمة السوقية للمنشأة فيمكننا التأكيد على أن عامل رفع مالي قدره ع % سوف يعكس القيمة العظمى للمنشأة.

(ج) بالنسبة للسياسات المالية المطبقة:

الواقع إن هناك العديد من السياسات المالية المكونة للفكر المالي المعاصر والتي تعكس بشكل واضح قـرارات ماليـة سواء كانت متعلقة بالتمويل أو الاستثمار، وأن هذه السياسات لها نتائجها المباشرة على قيمة المنشأة وعلى مـدى قـدرتها على البقاء في دنيا الأعمال.

وإن أهم السياسات المالية تلك المتعلقة بكيفية التصرف في الأرباح القابلة للتوزيع والتي تخص وبكامل قيمتها المساهمين


أو الملاك، حيث تدور هذه السياسات حول عدة بدائل؛ أولها: توزيع الأرباح بكامل قيمتها على المساهمين، وثانيها: احتجاز الأرباح بكامل قيمتها بهدف استخدامها كمصدر لتمويل الاستثمارات الإضافية المقترحة، أما البديل الأخير والذي يمثل الحالة الأكثر شيوعا فيتمثل في الجمع بين التوزيع والاحتجاز حيث تكمن المشكلة هنا في إقرار الهيكل النهائي الذي يجمع بين التوزيع والاحتجاز، حيث تختلف الانعكاسات المرتبطة بهيكل توزيعي عن هيكل توزيعي آخر.

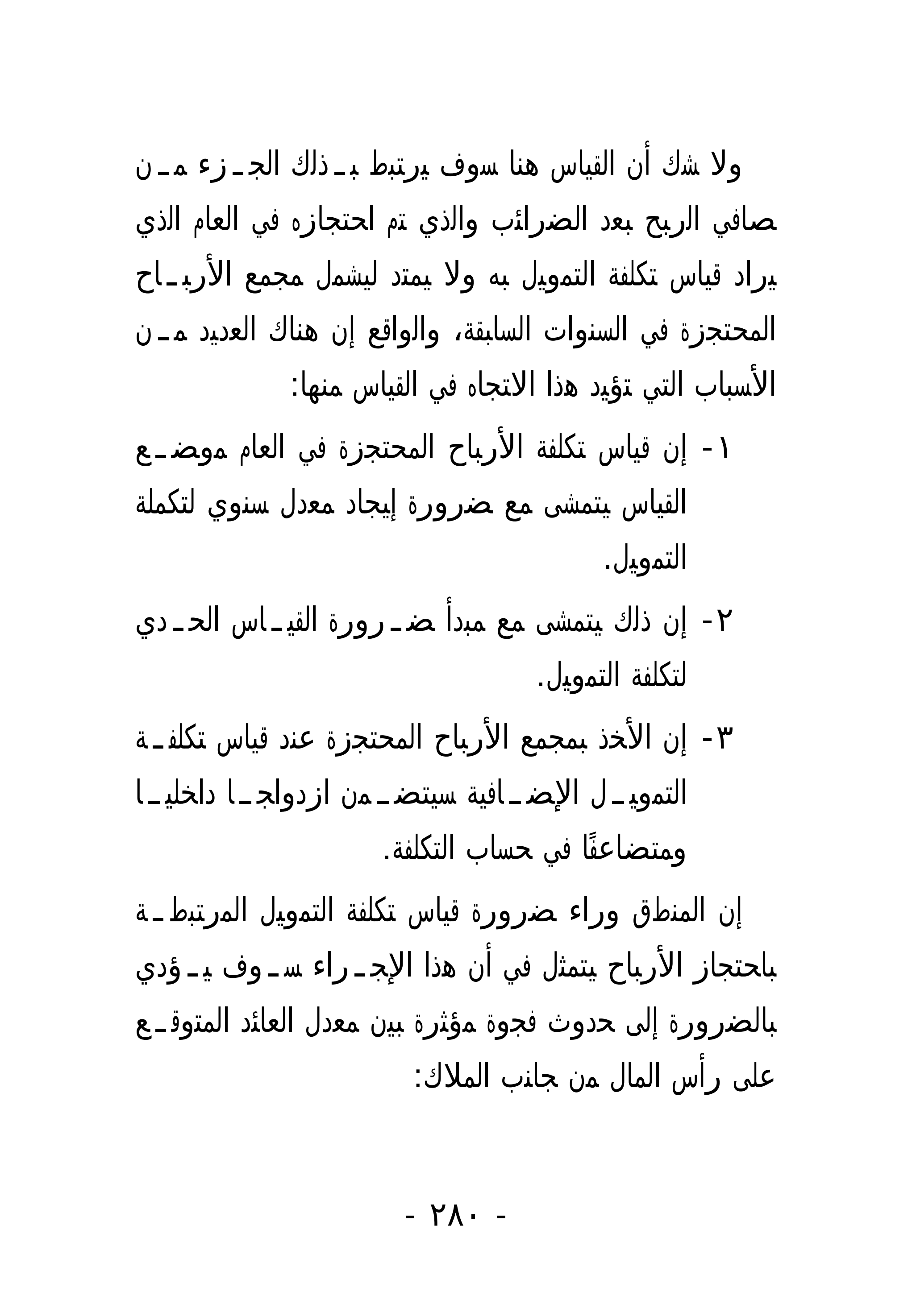
ونؤكد هنا على أن سياسات التوزيع والتي تعكس قرار الإدارة بحسم قضية المقارنة المذكورة بين هياكل التوزيع والاحتجاز سوف تتوقف على قرارات الاستثمار ومدى سلامتها بالشكل الذي يؤدي إلى تحقيق عائد إضافي، بحيث لا يسمح بانخفاض القيمة السوقية لأسهم المنشأة المتداولة في السوق، الأمر الذي يعني وبشكل مباشر أن سياسة التوزيع لا يمكن فصلها عن سياسة الاحتجاز، وأن نجاح سياسة التوزيع يتوقف على مدى نجاح المدير المالي للمنشأة في توجيه الأرباح المحتجزة نحو تمويل الاستثمارات الأكثر ربحا،

الأمر الذي له انعكاسه الواضح على قيمة المنشأة والمتمثلـة في القيمة السوقية لأسهمها العادية، حيث يمكـن أن يكـون الانعكاس المذكور في الاتجاه السلبي والذي يحدث فيما لـو تجاهلت إدارة المنشأة رغبات وتوقعـات المسـاهمين عـن عائدهم الاستثماري المطلوب.

وقد ينظر إلى الأرباح المحتجزة على أنها تلك الأربـاح التي تم احتجازها طوال فترة حياة المنشأة وحتى الآن، ولكن المعنى المقصود [1] هنا والمتعلق بالقياس ينصب فقط علـى ذلك الجزء من الأرباح القابلة للتوزيع والذي لم يتم دفعه في صورة توزيعات نقدية لحملة الأسهم العادية وذلك بغـرض استخدامه في تمويل استثمارات إضافية تم إقرارهـا أو مـا زالت في مرحلة البحث والتحليل، ولن يختلف الأمر فيما إذا كانت تلك الاستثمارات الإضافية سيتم تمويلها من الأربـاح المحتجزة بكامل قيمتها أو أن تلك المسـاهمة سـوف تمثـل جزءا محدودا إلى جانب خليط من مصادر التمويل الأخرى.

---

(1) E. F. Brigham, op. cit, P. 590.



ولا شك أن القياس هنا سوف يرتبط بذلك الجزء من صافي الربح بعد الضرائب والذي تم احتجازه في العام الذي يراد قياس تكلفة التمويل به ولا يمتد ليشمل مجمع الأرباح المحتجزة في السنوات السابقة، والواقع إن هناك العديد من الأسباب التي تؤيد هذا الاتجاه في القياس منها:

١- إن قياس تكلفة الأرباح المحتجزة في العام موضع القياس يتمشى مع ضرورة إيجاد معدل سنوي لتكملة التمويل.

٢- إن ذلك يتمشى مع مبدأ ضرورة القياس الحدي لتكلفة التمويل.

٣- إن الأخذ بمجمع الأرباح المحتجزة عند قياس تكلفة التمويل الإضافية سيتضمن ازدواجا داخليا ومتضاعفًا في حساب التكلفة.

إن المنطق وراء ضرورة قياس تكلفة التمويل المرتبطة باحتجاز الأرباح يتمثل في أن هذا الإجراء سوف يؤدي بالضرورة إلى حدوث فجوة مؤثرة بين معدل العائد المتوقع على رأس المال من جانب الملاك:

(صافي أرباح للتوزيع / رأس المال المملوك) وبين معدل العائد المحقق بالفعل

(صافي أرباح قابلة للتوزيع – أرباح محتجزة / رأس المال المملوك)

الأمر الذي يعني أن هناك فرصة ضائعة على المساهمين، حيث كان في إمكانهم – في حالة عدم الاحتجاز – إعادة استثمار تلك الأرباح في شراء أسهم أخرى أو سندات أو أي استثمارات تحقق ذات العائد وتحوي نفس الدرجة من المخاطرة.

إن الفجوة المذكورة وإذا ما اعتبرنا أن احتجاز الأرباح مصدرا تمويليا بدون تكلفة متجاهلين وجهة نظر حملة الأسهم العادية سوف يهبط بأسعار الأسهم في سوق المال. ولنوضح هذا الأمر من خلال المثال التالي:

قام أحد الأشخاص باستثمار أمواله في شراء عدد من الأسهم العادية التي أصدرتها إحدى الشركات بسعر ١٥٠ جنيه للسهم الواحد متوقعا تحقيق معدل عائد قدره ٢٠%.

ومن المنطقي أن توقعات هذا المساهم سوف تتحقق فيمـا لو حصل على مبلغ ٣٠ جنيه في نهاية العام لكي يتمكن من إعادة استثمارها بذات المعدل في نشاط مماثل، لنفـرض أن الشركة قد قررت توزيع مبلغ ١٢ جنيه فقط للسهم علـى أن يتم احتجاز باقي الـربح لإعـادة اسـتخدامه فـي تمويـل استثمارات إضافية، فما الذي يمكن أن يحدث في ظل اقتنـاء مبدأ مجانية التمويل الإضافية بالأرباح المحتجزة.

إن هذا المستثمر الذي كان يتوقع تحقيق معدل عائد قدره ٢٠% من خلال أرباح موزعة قدرها ٣٠ جنيه للسهم سوف يجد أن معدل عائده الفعلي ٨% وهنا سوف يعيد تقييمه لهذا الاستثمار على الوجه الآتي:

لقد حصلت على أرباح موزعة في صورة نقدية قـدرها ١٢ جنيه علما بأنني أرغب في تحقيق معـدل عائـد علـى الاستثمار قدره ٢٠% فما هو المبلغ الواجب دفعه في سـهم عادي يحقق معدل عائد ٢٠% من خـلال أربـاح موزعـة قدرها ١٢ جنيه.

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{ربح موزع}}{\text{سعر السهم}}$$

$$\frac{12}{س} = \frac{20}{100}$$

∴ س (سعر السهم في السوق) - $\frac{100 \times 12}{20}$ = ٦٠ جنيه

ومن الواضح إذًا أن عدم العناية بحساب تكلفة احتجاز الأرباح واحترام رغبات وتوقعات المساهمين سوف تؤدي بالضرورة إلى انخفاض قيمة السهم في السوق من ١٥٠ جنيه إلى ٦٠ جنيه للسهم الواحد، الأمر الذي يمثل تدهورا خطيرا في الموقف المالي للشركة في أسواق رأس المال.

ومن الواضح الآن أن احتجاز الأرباح كمصدر للتمويل الإضافي مع تلافي تدهور القيمة السوقية لأسهم الشركة في أسواق رأس المال بالشكل الذي تم توضيحه يمثل في واقع الأمر تكلفة هذا المصدر التمويلي بالنسبة للشركة، والسؤال الآن كيف يمكن أن يحدث هذا؟

لن تتمكن الشركة من تحقيق هذا الهدف إلا من خلال القيام بسد الفجوة بين معدل العائد المتوقع وبين معدل العائد المحقق بالفعل، حيث تمثل الفجوة تكلفة الفرصة الضائعة

بالنسبة للمساهم حامل السهم العادي والتي تقدر بـ ـ ١٢% (٢٠% - ٨%).

ولكن كيف للشركة أن تنجح في سد هذه الفجوة؟

إن ذلك لن يتم إلا إذا تأكدت الشركة من إمكانيـة إعـادة استثمار الأرباح المحتجزة (١٨ جنيه من السهم الواحد) مـن خلال استثماراتها الإضافية بمعدل عائد علـى الاسـتثمار لا يقل عن ٢٠% وهو الذي يتطابق مع معدل العائد المطلـوب من المستثمر الذي ضاعت عليه فرصـة الحصـول علـى الأرباح القابلة للتوزيع بكامـل قيمتهـا لإعـادة اسـتثمارها بطريقته الخاصة، وفي هذه الحالـة سـوف يكـون الأمـر محصورا داخل أحد ثلاثة احتمالات هي:

الاحتمال الأول: أن تقوم الشركة بإعادة استثمار الأربـاح المحتجزة بمعدل عائد ٢٠% في مجال نشاطها، وبذلك تتمكن من تعويض المستثمر عن فرصته الضائعة، حيث يكون هذا التعويض في صورة معدل نمو لأرباحه في العام القادم يـتم حسابه كالآتي:

المكاسب الإضافية = نصيب السهم من الأرباح المحتجزة × معدل العائد على المستثمر.

= ١٨ جنيه × ٢٠% = ٣,٦ جنيه.

وبهذا الشكل فإن نصيب السهم سيرتفع من خـلال هـذا الاستثمار من ٣٠ جنيه إلى ٣٣,٦ وبذلك يكون:

معدل النمو الواقعي لأرباح السهم =

$$\frac{\text{مقدار النمو في أرباح السهم بعد سنة من الاحتجاز}}{\text{نصيب السهم من الربح خلال سنة الاحتجاز}}$$

$$= \frac{٣,٦}{٣٠} \times ١٠٠ = ١٢\%$$

وبهذا الشكل يتساوى معدل العائد الفعلي مع معدل العائـد المطلوب من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{ع ق} = \frac{\text{ر ز}}{\text{ق ع}} + \text{م ق}$$

حيث إن:

ع ق: تمثل معدل العائد المطلوب.

ر ز: تمثل نصيب السهم من الربح الموزع.

ق ع: تمثل القيمة الاسمية للسهم.

م ق: تمثل معدل النمو الواقعي.

وبالتعويض في المعادلة السابقة نجد الآتي:

$$\text{ع ق} = \frac{١٢}{١٥٠} + ١٢\% = ٢٠\%$$

ولنا أن نتوقع في هذه الحالة أن الشركة ستتمكن من الحفاظ على قيمة السهم السوقية دون انخفاض عن قيمته الاسمية وذلك من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{ق س} = \frac{\text{ر ز}}{\text{ع ق} - \text{م ق}}$$

حيث إن:

ق س: تمثل القيمة السوقية للسهم.

ر ز: تمثل نصيب السهم من الربح الموزع.

ع ق: تمثل معدل العائد المتوقع.

م ق: تمثل معدل النمو الواقعي.

$$\therefore \text{ق س} = \frac{١٢}{٠,٢٠ - ٠,١٢} = ١٥٠ \text{ جنيه.}$$

ومن الواضح أن تكلفة احتجاز الأرباح تنحصر في حتمية إعادة استثمارها لصالح المستثمر بمعدل عائد على الاستثمار لا يقل عن ذلك العائد المتوقع وهو ٢٠%.

الاحتمال الثـاني: أن تقوم الشركة بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة في استثمارات تـدر عائـدا أقـل مـن ٢٠% - بافتراض ثبات المخاطرة – وليكن هذا المعدل الفعلـي ٦% فقط، وفي هذه الحالة فمن المؤكد أن الشركة لن تتمكن مـن تعويض المستثمر عن فرصته الضائعة بكامل قيمتها وبالتالي فسوف ينخفض سعر السهم في السوق ويمكن توضيح ذلـك على الوجه الآتي:

المكاسب الإضافية للسهم الواحد =

نصيب السهم من الأرباح المحتجزة × معدل العائد علـى الاستثمار = ١٨ جنيه × ٦% = ١,٠٨ جنيه.

وبهذا الشكل فإن نصيب السهم من الربح في العام التـالي – سوف يزيد من خلال هذا الاستثمار الخاطئ إلـى ٣١,٠٨ جنيه بدلاً من ٣٠ جنيه.

وهنا يكون معدل النمو الواقعي لأرباح السهم =

$$\frac{١,٠٨}{٣٠} \times ١٠٠ = ٣,٦\%$$

وبتطبيق معادلة التكلفة يمكن التوصل إلى معـدل العائـد المحقق على الاستثمار.

$$ع\ ق = \frac{ر\ ز}{ق\ ع} + م\ ق$$

$$ع\ ق = \frac{١٢}{١٥٠} + ٣,٦\% = ١١,٦\%$$

ومن الواضح أن هذا الاستثمار الخاطئ لم يتمكن من سد الفجوة المذكورة والناتجة من قرار الاحتجاز بكامل قيمتهـا، بل اقتصر دوره على تحجيم هذه الفجـوة مـن ١٢% إلـى ٨,٤% (٢٠% - ١١,٦%) الأمر الـذي يحـتم ضـرورة انخفاض سعر السهم عن ١٥٠ جنيه والتي يمكن تحديدها من خلال معادلة تحديد القيمة السوقية السابق عرضها:

$$ق\ س = \frac{ر\ ز}{ع\ ق - م\ ق}$$

$$\therefore ع\ ق = \frac{١٢}{٠,٢٠ - ٠,١٢} = ٧٣,١٧ \text{ جنيه}$$

الاحتمال الثالث: أن تقوم الشركة بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة في استثمارات إضافية تدر عائدا قـدره ٢٥% - بافتراض ثبات المخاطرة – بزيادة قـدرها ٥% عـن ذلـك

المعدل الذي يتوافق مع توقعات المستثمرين الأمر الذي ينتج عنه بالضرورة زيادة سعر السهم السوقي ويمكـن توضـيح نتائج هذا الاحتمال على الوجه الآتي:

المكاسب الإضافية للسهم الواحد =

نصيب السهم من الأرباح المحتجزة × معدل العائد على الاستثمار

= ١٨ جنيه × ٢٥% = ٤,٥٠ جنيه

الأمر الذي سيزيد نصيب السهم من الربح – فـي العـام القادم – من ٣٠ جنيه إلى ٣٤,٥٠ جنيه.

وهنا سيكون معدل النمو الواقعي لأرباح السهم =

$$\frac{٤,٥}{٣٠} \times ١٠٠ = ١٥\%$$

ومن المؤكد في هذه الحالة أن معدل العائد على الاستثمار الفعلي سيزيد عن المطلوب مما يزيد من قيمة السـهم مـن منظور المساهمين، الأمر الذي يحتم زيادة سعره السوقي عن قيمته الاسمية، وبتطبيق معادلة التكلفة يمكن التوصـل إلـى معدل العائد المحقق على الاستثمار، وذلك على الوجه الآتي:

$$\text{ع ق} = \frac{\text{ر ز}}{\text{ق ع}} = \text{م ق}$$

$$ع\ ق = \frac{١٢}{١٥٠} + ١٥\% = ٢٣\%$$

ومن الواضح أن هذا الاستثمار الجيد قد حـول الفجـوة السالبة إلى فجوة موجبة – من منظور المسـتثمر – قـدرها ٣% الأمر الذي سيزيد من قيمة السهم في السوق من خلال المعادلة التالية:

$$ق\ س = \frac{ر\ ز}{ق\ ع - م\ ق}$$

$$ق\ س = \frac{١٢}{٢٠\% - ١٥\%} = ٢٤٠ \text{ جنيه.}$$

ويتأكد من المثال السابق حقيقة جوهرية تتمثـل فـي أن الشركة إذا قامت بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة بمعـدل عائد يتساوى مع معدل العائد المطلوب من قبل المسـاهمين وذلك في مجال نشاطها، فإن هذا لـن يتسـبب فـي تغييـر الأسعار الجارية للأسهم وإذا كان المعدل المتوقع (ق ع) فإن النتيجة الحتمية لذلك هي انخفاض السعر الجاري للأسهم. أما في حالة نجاح الشركة في استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل عائد أعلى من معدل العائد المتوقع فإن النتيجة الحتمية هـي

ارتفاع السعر الجاري للأسهم ومـن هنـا يتأكـد أن الإدارة الواعية للشركات يجب أن تحرص على تبني واحترام وجهة نظر المستثمرين حملة الأسهم، حيث إن الاتجاه المعاصر في الفكر المالي يعتبر وجهة نظر حملة الأسـهم مـن الأسـس الهامة المرشدة للقرارات المالية، وعلى ذلك ففي حالة عـدم قدرة الشركة على إعادة استثمار الأربـاح المحتجـزة فـي استثماراتها الإضافية بمعدل عائد على الاستثمار لا يقل عن ذلك المعدل المطلوب (الاحتمال الثاني) فيجب أن تلجأ إلـى تمويل تلك الاستثمارات الإضافية بمصادر أخرى أقل تكلفـة (القروض مثلاً) وفي هذه الحالة سوف يتم توزيـع الأربـاح بكامل قيمتها على ألا يحدث نموا متوقعا لأرباح الأسهم وذلك من خلال تطبيق معادلة التكلفة كما يلي:

$$\text{ع ق} = \frac{\text{ر ز}}{\text{ع ق}} \div \text{م ق}$$

$$\text{ع ق} = \frac{٣٠}{١٥٠} + \text{صفر} = ٢٠\%$$

وبهذا الشكل تحافظ الشركة على أسعار الأسهم الجاريـة من الانخفاض حتى تصبح المعادلات والنمـاذج الرياضـية

السابق استخدامها أكثر واقعية. فلنا أن نفترض قيام الشـركة بتوزيع كل الأرباح على حملة الأسـهم لكـي تـتمكن مـن المحافظة على سعر السهم الجاري من الانخفـاض بالشـكل الذي يساوي بين معدل العائد المحقق مـن خـلال التوزيـع الكامل وبين معدل العائد المطلوب، وهنـا سـوف يـتمكن المستثمر من إعادة استثمار الأرباح الموزعة في استثمارات مماثلة ليحقق من خلالها معدل عائد ٢٠% أيضا.

والسؤال الآن: هل سيتمكن المستثمر في هذه الحالة مـن إعادة استثمار نصيبه من الأرباح الموزعة بكامل قيمتها في استثمارات مماثلة؟

والإجابة العملية بالنفي وذلك للأسباب الآتية [١]:

١- إن التوزيعات التي يحصل عليهـا حملـة الأسـهم ستخضع لضريبة القيم المنقولة والضـريبة العامـة على الإيراد.

(1) Soldofsky. Robert M. **Financial Mangagement**, N. Y.: Cincinnati, South Western Publishing Co., 1974, P. 309.

٢- إن قيام حملة الأسهم بالبحث عن فرص استثمارية مماثلة – خارج الشركة – سيرتبط بتحمل بعض عناصر التكاليف مثل عمولة الوسطاء وسماسرة الاستثمار والتي تتراوح بين ١% إلى ٦% من قيمة الأرباح المرغوب في استثمارها.

ولهذين السببين فإن الأرباح الموزعة والمتاحة لإعادة الاستثمار سوف تنخفض بالضرورة بمقدار الضرائب وتكاليف السمسرة، وعلى ذلك فلابد من تعديل المعادلة السابق استخدامها لتستوعب الاعتبارين المذكورين، وذلك على الوجه الآتي:

$$\text{ع ق} = \left(\frac{\text{ر ز}}{\text{ق ع}} + \text{م ق}\right)(\text{١} - \text{ض})(\text{١} - \text{س})$$

حيث إن ض يمثل معدل الضريبة التي ستخضع لها التوزيعات، س تمثل تكاليف السمسرة كنسبة من قيمة المبلغ المراد استثماره.

فإذا افترضنا أن معدل الضريبة ٣٢% وأن تكاليف السمسرة تقدر بنسبة ٣% فإن معدل العائد المطلوب على

استثمار الأرباح المحتجزة (تكلفة التمويل باحتجاز الأربـاح) تقاس كما يلي:

ع ق = (١٢ / ١٥٠ + ١٢% (١ – ٠,٣٢) (١ – ٠,٠٣)

= ٠,٢٠ × ٠,٦٨ × ٠,٩٧ = ٠,١٣١٩٢ = ١٣,١٩%

وبهذا الشكل فإن حملة الأسهم سـيقبلون عمليـا إعـادة استثمار أرباح الأسهم المحتجزة في الشركة بشرط ألا يقـل معدل العائد المحقق عن ١٣,١٩% وليس ٢٠% وإلا تصبح فرصة الاستثمار الخارجي المماثل أفضـل بالنسـبة لهـم، وبمعنى أكثر وضوحا فإن تكلفة احتجاز الأربـاح سـتكون ١٣,١٩% وليست ٢٠%.

وبعد أن عرضنا للجوانب العلمية والمرتبطـة ببرنـامج الإصلاح المالي نؤكد على أن الهدف المحوري لهذا البرنامج يتمثل في رفع قيمة الشركة من خـلال بعـض الإجـراءات الممكنة عمليا، وعلى ذلك يصبح مـن المنطقـي أن تقـوم بحساب قيمة الشركة قبل وبعد تصـميم برنـامج الإصـلاح المالي، وحيث إن الشركة (ص) موضع التحليل تعتمد علـى التمويل بالديون طويلـة الأجـل ذات الالتزامـات الثابتـة

والمحددة مسبقًا فيتم حساب قيمة الشركة باستخدام المعادلـة التالية:

$$\text{ق م} = \frac{\text{ص} \times (\text{١} - \text{ض})}{\text{ع}} + \frac{\text{ف} \times \text{ض}}{\text{ل}}$$

حيث إن:

ق م: تعني قيمة الشركة.

ص: تعني صافي ربح التشـغيل (الـربح قبـل الفوائـد الضرائب).

ض: تعني معدل الضريبة.

ع: تعني معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة.

ف: تعني قيمة الفوائد المدفوعة على القروض والسندات طويلة الأجل.

ل: تعني معدل الفائدة على القروض والسـندات طويلـة الأجل.

- وبعد حساب قيمة الشركة بالمعادلة المذكورة يمكننـا استخدام المؤشر المقترح التالي:

$$ح = \frac{ق\ م}{ر}$$ حيث إن:

ح: تعني الحالة المالية للشركة.

ق م: تعني قيمة الشركة.

ر: تعني القيمة الدفترية لأصول الشركة.

ونؤكد هنا على الحالة المالية للشركة يجب ألا تـنخفض عن ١٠٠% حيث ينحصر الموقف المحسوب في دائرة حدها الأقصى ثلاثة احتمالات هي:

١- أن تكون الحالة المالية المحسوبة للشركة أقـل مـن ١٠٠% وهو الأمر الذي يعني أن قيمة الشركة أقل من القيمة الدفترية لأصولها، وبالتالي وقوعها تحت دائرة الفشل المالي الكامل.

٢- أن تكون الحالة المالية المحسوبة للشركة أكبر مـن ١٠٠%، وهو الأمر الذي يعني أن قيمـة الشـركة أعلى من القيمة الدفترية لأصولها، وبالتالي إمكانية وصفها بحالة اليسر المالي الفعلي.

٣- أن تكون الحالة المالية المحسوبة للشركة مساوية لـ ١٠٠% وهو الأمر الذي يعني أن قيمـة الشـركة

مساوية للقيمة الدفترية لأصولها، وهو الأمر الذي يمثل الحد الأقصى المسموح به لتدهور الموقف المالي للشركة.

ومن المنطقي أن نبدأ الآن بحساب الحالة المالية للشركة (ص) تطبيقًا على قوائمها المالية لعام ١٩٨٩ علما بأن:

- معدل العائد المطلوب على رأس المال المملوك ٢٠%.
- معدل الضريبة ٣٠%.
- قيمة فوائد القروض طويلة الأجل ٢٤٠٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة ١٦%.
- القيمة الدفترية لأصول الشركة ٨٦٨٣ ألف جنيه.
- صافي ربح التشغيل ٢٦٠٠٠٠ جنيه.

وعلى ذلك فإن:

$$\because \text{ح} = \frac{\dfrac{\text{ص} \times (1 - \text{ض})}{\text{ع}} + \dfrac{\text{ف} \times \text{ض}}{\text{ل}}}{\text{ر}}$$

$$\because \text{ح} = \frac{\frac{٢٦٠٠٠٠ \times (١ - ٠,٣٠)}{٠,٢٠} + \frac{٢٤٠٠٠٠ \times ٠,٣٠}{٠,١٦}}{٨٦٨٣٠٠٠}$$

= ١٦%

وتؤكد هذه النتيجة مدى التدهور الذي وصلت إليه الشركة من خلال الانخفاض الشديد في حالتها المالية، حيث تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة الدفترية لأصـولها بمعـدل ٨٤% وهو الأمر الذي يؤكد حالة الفشل المالي الكامل للشركة.

ومن المنطقي أن يهدف برنامج الإصلاح المـالي الـذي سنحاول تصميمه إلى رفع الحالة المالية للشركة في محاولـة لإمكانية إبقائها في مجـال الأعمـال، وذلـك مـن خـلال الإجراءات التالية:

- رفع قيمة المبيعات.
- تخفيض حجم الديون.
- تخصيص بعض عناصر المصروفات.
- تعديل السياسة المطبقة لتوزيع الأرباح.

وفيما يلي تفصيلاً بالإجراءات المذكورة:

١- بالنسبة لرفع قيمة المبيعات:

يمكن رفع قيمة مبيعات الشركة الحالية بمعدل ٥٠% لكي تصل إلى ١٢٠٠٠ ألف جنيه بدلاً من ٨٠٠٠ ألـف جنيـه وذلك من خلال الإجراءات التالية:

١/١: إعداد دراسة تسويقية للتأكد من قدرة السوق علـى استيعاب المنتجات الإضافية وتحديد الموقف التنافسي للشركة.

٢/١: إدخال بعض التحسينات في طرق وأساليب الإنتاج المتبعة بهدف رفع جودة منتجات الشـركة وتـدعيم موقفها التنافسي.

٣/١: رفع سعر بيع المنتج بمعدل ٢٥% لكي يتحول من ٤٠ جنيه للوحدة إلى ٥٠ جنيه للوحدة.

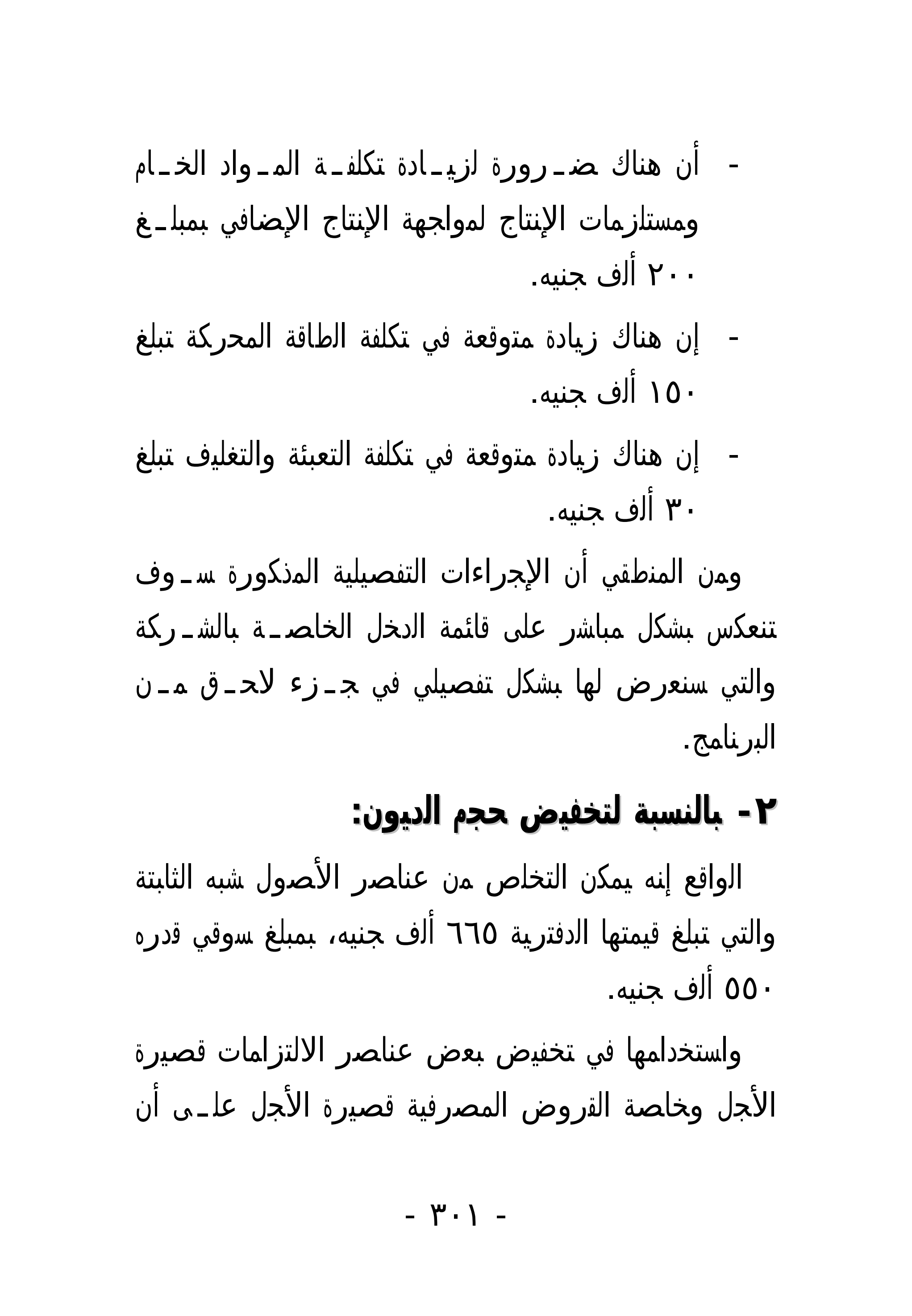
٤/١: استغلال الأصول المتاحة والتي أثبت التحليل عـدم استغلالها لطاقتها القصوى بهدف زيادة حجم الإنتاج بمعدل ٢٠% لكي يصل إلى ٢٤٠٠٠٠ وحدة بـدلاً من ٢٠٠٠٠٠ وحدة حاليا.

٥/١: إقرار حملة إعلانية بزيادة الإنفاق الإعلامي بمعدل ١٠٠% عما هو عليه الآن لكي تصل مصـروفات

الدعاية والإعلان إلى ٢٠٠ ألف جنيه بدلاً من ١٠٠ ألف جنيه.

وبافتراض أن الدراسة قد أثبتت أن الإجراءات الخمسة المذكورة يمكن تنفيذها عمليا بتكاليف إضافية قدرت كما يلي:

- تكاليف الدراسة التسويقية والفنية تبلغ ٢٠٠ ألف جنيه.
- تكاليف التحسينات الإضافية في طرق وأساليب الإنتاج تبلغ ١٥٠ ألف جنيه.
- تكاليف الحملة الإعلانية الإضافية تبلغ ١٠٠ ألف جنيه.
- التكاليف الإضافية لأجور عمال البيع تبلغ ١٠٠ ألف جنيه.
- إن هناك ضرورة لزيادة مصروفات الصيانة الدورية والصيانة التشغيلية بمبلغ ٣٠ ألف جنيه، ٥٠ ألف جنيه على التوالي.
- إن هناك ضرورة لزيادة أجور عمال الإنتاج بمبلغ ٢٠٠ ألف جنيه سنويا.



- أن هناك ضرورة لزيادة تكلفة المواد الخام ومستلزمات الإنتاج لمواجهة الإنتاج الإضافي بمبلغ ٢٠٠ ألف جنيه.
- إن هناك زيادة متوقعة في تكلفة الطاقة المحركة تبلغ ١٥٠ ألف جنيه.
- إن هناك زيادة متوقعة في تكلفة التعبئة والتغليف تبلغ ٣٠ ألف جنيه.

ومن المنطقي أن الإجراءات التفصيلية المذكورة سوف تنعكس بشكل مباشر على قائمة الدخل الخاصة بالشركة والتي سنعرض لها بشكل تفصيلي في جزء لاحق من البرنامج.

٢- بالنسبة لتخفيض حجم الديون:

الواقع إنه يمكن التخلص من عناصر الأصول شبه الثابتة والتي تبلغ قيمتها الدفترية ٦٦٥ ألف جنيه، بمبلغ سوقي قدره ٥٥٠ ألف جنيه.

واستخدامها في تخفيض بعض عناصر الالتزامات قصيرة الأجل وخاصة القروض المصرفية قصيرة الأجل على أن

يتم تخفيض رصيد الأرباح المحتجزة بقيمة هـذه الخسـارة والتي تبلغ ١١٥ ألف جنيه.

٣- بالنسبة لتخفيض بعض عناصر المصروفات:

والواقع إن هذا الإجراء وتمشيا مع نتائج التحليـل التـي تضمنها الفصل الثاني من هذا الكتاب يجب أن يتجـه نحـو تخفيض المصروفات الإدارية والتي يمكن تخفيضها بمعـدل ٤٠% لكي تصل إلى ٩٦٠ ألف جنيه بدلاً من ١٦٠٠ ألـف جنيه وكذلك تخفيض أجور عمال الخدمات بمبلغ ١٢٠ ألـف جنيه.

٤- بالنسبة لتعديل سياسة توزيع الأرباح:

لقد أثبت التحليل أن الشركة (ص) وطبقًا لقانون الشركات المساهمة تقوم بتوزيع ٨٥% من أرباحها القابلـة للتوزيـع الأمر الذي كان له أثر واضح في اختلال هيكلهـا التمـويلي وانخفاض قيمتها وعلى ذلك فنحن نرى ضرورة تغيير سياسة التوزيع مرحليا بتوزيع ١٠% فقط من الأرباح القابلة للتوزيع حتى تخرج الشركة من حالة الفشل المالي.

وعند هذا الحد من العرض نجد أن الأمر يستلزم ضرورة تصوير القوائم المالية للشركة بافتراض تنفيـذ الإجـراءات المذكورة وذلك بهدف إثبات مدى صحة الفـرض الخـاص بمكانية تنفيذ البرنامج الإصلاحي المذكور بالشروط السـابق تحديدها، وذلك على الوجه الآتي:

جدول رقم (٣٦)

بيان بقائمة الدخل التقديرية لعام ١٩٩٠ للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيـــــان	قيمة	طبيعة التعديل
قيمة المبيعات	١٢٠٠٠	+ ٤٠٠٠
أجور عمال خدمات	١٧٠٠	- ١٢٠
مصروفات صيانة دورية	٢٠٠	+ ٣٠
إهـــلاك	٤٠٠	-
مصروفات إدارية	٩٦٠	- ٦٤٠
أجور عمال بيع	١٠١٠	+ ١٠٠
مصروفات دعاية وإعلان	٢٠٠	+ ١٠٠
تكاليف تشغيل ثابتة	٤٤٧٠	- ٥٣٠
أجور عمال إنتاج	١٠٠٠	+ ٢٠٠
مواد خام ومستلزمات إنتاج	١٠٠٠	+ ٢٠٠
مصروفات صيانة تشغيلية	١٥٠	+ ٥٠
طاقة محركة	١٠٠٠	+ ١٥٠

بيـــــان	قيمة	طبيعة التعديل
مواد تعبئة وتغليف	٢٢٠	+ ٣٠
تكاليف تشغيل متغيرة	٣٣٧٠	+ ٦٣٠
صافي ربح تشغيل	٤١٦٠	+ ٣٩٠٠
- فوائد تمويل	(٦٦٠)	-
صافي ربح قبل الضرائب	٣٥٠٠	+ ٤٩٠٠
- ضرائب	(١٠٥٠)	-
صافي أرباح قابلة للتوزيع	٢٤٥٠	+ ٢٤٥٠

وتحدد محتويات قائمة الدخل التقديرية بالصورة الموضحة أن محور الإصلاح المالي يتمثل في زيادة مبيعات الشـركة في اتجاهين متكاملين؛ هما زيادة كمية المبيعات وسعر بيعها، الأمر الذي يعظم من الأثر النهائي على قيمة المبيعات، مـع ارتباط ذلك بزيادة جميع عناصر تكاليف التشغيل المتغيـرة المرتبطة منطقيا بزيادة حجم الإنتاج، وكذلك بزيادة بعـض عناصر التكاليف الثابتة، وهو الأمر الذي يعكس إجـراءات ضرورية لزيادة الإنتاج والمبيعات. في حين يلاحظ انخفاض قيمة التكلفة المرتبطة بعنصـري أجـور عمـال الخـدمات والمصروفات الإدارية، الأمر الذي يعكس قـرار إصـلاحي لتعظيم صلاحية البرنامج الموضوع.

وفي التحليل النهائي فقد تبين أن القيمة المتبقية للمساهمين قد تحولت من قيمة سالبة إلى قيمة موجبة مرتفعة تمثل صافي أرباح قابلة للتوزيع، الأمر الذي يشير بوضوح إلى فعالية البرنامج الإصلاحي المقترح.

والسؤال الآن يتعلق بالانعكاس المتوقع لصافي الأرباح القابلة للتوزيع على قائمة المركز المالي للشركة في ضوء التصرف في قيمة هذه الأرباح والتي تم إقرارها ضمن محتويات البرنامج الإصلاحي؟

والواقع إنه للإجابة على هذا التساؤل يلزمنا التأكد – وطبقًا للمفاهيم المحاسبية – على أن قائمة الدخل التقديرية الموضحة تعبر عن الموقف المتوقع خلال العام القادم (١٩٩٠) بمعنى أنها لا تعد في نهايته، في حين أن قائمة المركز المالي تعد في نهاية العام المذكور وعلى ذلك ولمزيد من التوضيح يلزمنا إعداد وتصوير قائمة المركز المالي المعبرة عن الموقف المتوقع بعد تنفيذ برنامج الإصلاح المالي المقترح على مرحلتين بيانهما كالآتي:

(أ) تصوير قائمة المركز المالي المعبرة عن الموقف المتوقع خلال عام ١٩٩٠.

(ب) تصوير قائمة المركز المالي المعبرة عن الموقف في نهاية عام ١٩٩٠ (١٣/١٢/١٩٩٠).

حيث إن القائمة الأولى سوف تعكس الإجراءات المقترحة والمتعلقة بتصفية الأصول شبه الثابتة بقيمة سـوقية قـدرها ٥٥٠ ألف جنيه واستخدام هذا المبلغ في تخفـيض رصـيد القروض قصيرة الأجل، مـع تخفـيض رصـيد الأربـاح المحتجزة بقيمة الخسائر المرتبطة بهذا الإجراء وقدرها ١١٥ ألف جنيه.

في حين أن القائمة الثانية والتي تعبر عن الموقف المتوقع في ٣١/١٢/١٩٩٠، فسوف تعكـس الإجـراءات السـابقة بالإضافة إلى إظهار تلك التصرفات المقترحة بشأن التصرف في صافي الأرباح القابلة للتوزيع والتي ترتبط بتوزيع ١٠% من قيمتها على المساهمين، في حين يتم استخدام الـ ٩٠% المتبقية والتي تبلغ قيمتها ٢٢٠٥ ألف جنيه في إصلاح الخلل في الهيكل التمويلي للشركة من خلال تخفيض حجم الـديون طويلة وقصيرة الأجل على الوجه الآتي:

- سداد ٥٠٠ ألف جنيه من القروض طويلة الأجل.
- سداد ٥٠٠ ألف جنيه من أرصدة الدائنون.

- سداد ٥٠٠ ألف جنيه من أرصدة أوراق الدفع.
- سداد ٧٠٥ ألف جنيه من القروض قصيرة الأجل.

وفيما يلي بيان بتصوير قائمتي المركـز المـالي علـى الصورتين المذكورتين:

(أ) تصوير قائمة المركز المالي المعبرة عـن الموقـف المتوقع للشركة (ص) خلال عام ١٩٩٠.

جدول رقم (٣٧) قائمة المركز المالي للشركة (ص) خلال عام ١٩٩٠
(القيمة بالألف جنيه)

قيمة	بيان الأصول	قيمة	بيان الخصوم ورأس المال
١٥٠٠	أراض	٢٠٠٠	رأس مال مدفوع
٤٠٠٠	إجمالي أصول ثابتة	٢٠٠	احتياطيات
(١٢١٧)	- مخصص إهلاك	٦٨	أرباح محتجزة
٢٧٨٣	صافي أ ثابتة	٢٢٦٨	حقوق ملكية
٤٢٨٣	أصول ثابتة	١٥٠٠	قروض طويلة الأجل
١٣٣٥	مخزون	-	سندات
١٩٠٠	صافي رصيد عملاء	١٥٠٠	خصوم طويلة الأجل
٤٠٠	أوراق قبض	٢٠	مخصص ضرائب متنازع عليها
١٠٠	نقدية بالصندوق والبنوك	٢٩٧	خصوم مستحقة
٣٧٣٥	أصول متداولة	١٥٠٠	دائنون
		١٠٠٠	أوراق دفع
		١٤٣٣	قروض قصيرة الأجل
		٤٢٥٠	خصوم متداولة
٨٠١٨	إجمالي أصول	٨١٠١٨	إجمالي خصوم ورأس مال

(ب) تصوير قائمة المركز المالي المعبـرة عـن الموقـف المتوقع للشركة (ص) في ١٩٩٠/١٢/٣١.

جدول رقم (٣٨)

بيان بقائمة المركز المالي للشركة (ص) في ١٩٩٠/١٢/٣١

(القيمة بالألف جنيه)

قيمة	بيان الأصول	قيمة	بيان الخصوم ورأس المال
١٥٠٠	أراض	٢٠٠٠	رأس مال مدفوع
٤٠٠٠	إجمالي أصول ثابتة	٦٨	أرباح محتجزة
(١٢١٧)	- مخصص الإهلاك	٢٠٠	احتياطيات
٢٧٨٣	صافي أ. ثابتة	٢٢٦٨	إجمالي حقوق ملكية
		٢٢٠٥	+ صافي أرباح العام
٤٢٨٣	أصول ثابتة	٤٤٧٣	صافي حقوق ملكية
		١٠٠٠	قروض طويلة الأجل
١٣٣٥	مخزون	-	سندات
١٩٠٠	صافي عملاء	١٠٠٠	خصوم طويلة الأجل
٤٠٠	أوراق قبض	٢٠	مخصص ضرائب متنازع عليها
١٠٠	نقدية بالصندوق والبنوك	٢٩٧	خصوم مستحقة
٣٧٣٥	أصول متداولة	١٠٠٠	دائنون
		٥٠٠	أوراق دفع
		٧٢٨	قروض قصيرة الأجل
		٢٥٤٥	خصوم متداولة
٨٠١٨	إجمالي أصول	٨٠١٨	إجمالي خصوم ورأس مال

والآن وبعد أن انتهينا من عرض القوائم المالية للشـركة (ص) والتي تعبر عن الموقف المالي المتوقـع بعـد تنفيـذ برنامج الإصلاح المالي المقترح.

حيث يتأكد وبوضوح ذلك التحسن الملموس في الموقـف المالي للشركة بجميع أبعاده، ويتبقى فقط قياس الحالة المالية المتوقعة للشركة بعد تنفيذ البرنامج المذكور، وذلـك علـى الوجه الآتي:

$$ح = \frac{ق\ م}{ر}\ \%$$

$$ح = \frac{\frac{ص \times (١ - ض)}{ع} + \frac{ف \times ض}{ل}}{ر}\ \%$$

علما بأن قيمة الفوائد المرتبطة بالقروض طويلة الأجـل والمسببة للوفورات الضريبية، سـوف تـنخفض بانخفـاض رصيد القروض طويلة الأجل حيث تصـل إلـى ١٦٠٠٠٠ جنيه وعلى ذلك فإن:

$$ح = \frac{\frac{٤١٦٠٠٠ \times ٠,٧٠}{٠,٢٠} \quad \frac{١٦٠٠٠٠ \times ٠,٣٠}{٠,١٦}}{٨٠١٨٠٠٠} = ١٨٥\%$$

ويتضح الآن أن قيمة الشركة بعد تنفيذ برنامج الإصلاح المالي تزيد عن قيمة أصولها الدفترية بمعدل ٨٥% الأمر الذي يؤكد صحة الفرض الأول موضع الاختبار والمتعلقة بإمكانية تصميم وتنفيذ إطار متكامل للإصلاح المالي للشركة (ص). وعلى ذلك فلن يكون هناك مجال لاختبار مدى صحة الفرض الثاني والمتعلق بإمكانية إدماج الشركة (ص) في شركة أخرى.

وتأكيدا لحقيقة دورنا الاستشاري والمستمد من طبيعة الوظيفة المالية التي تتصف بالجانب الاستشاري دون الجانب التنفيذي، فسوف نقوم في الجزء التالي بإعداد برنامج تصفية الشركة تاركين القرار النهائي والمتعلق بالمفاضلة بين برنامجي الإصلاح المالي والتصفية لإدارة الشركة ومختلف الأطراف المرتبطة بالشركة من مساهمين ودائنين.

ثانيا

برنامج التصفية Liquidation program

الواقع إن التصفية تعني في أبسط مفاهيمها تحويل القـيم الدفترية لعناصر أصول المنشأة إلى قيم نقدية واستخدامها في سداد التزاماتها المدرجة بجانب الخصوم ورأس المـال فـي آخر ميزانية عمومية للشركة وبالتالي إنهاء وجود المنشأة في مجال الأعمال. وباستخدام المفهوم المذكور نجـد أن هنـاك نوعين في حالات التصفية وهما:

النوع الأول: التصفية الإرادية divestiture

ويقصد بهذا النوع قيام المنشأة بتصفية أصـولها وسـداد خصومها لأسباب تخرج عن نطاق مواجهتها لحالـة الفشـل المالي الكامل نظرا لعدم مواجهتها لمشاكل مالية مع الدائنين، حيث يمكن أن ينحصر السبب الحقيقي في مفهـوم الفرصـة البديلة لرأس المال المملوك والذي يعني عدم قدرة المنشـأة على تحقيق معدل العائد على رأس المال المملوك المـرتبط

بالنشاط داخل إطار معين من المخاطرة، وقد يرجـع إلـى انسحاب أحد الشركاء المساهمين، أو إلى أسباب أخرى.

النوع الثاني: التصفية القانونية Legal Liquidation

حيث يمكن وصف هذا النوع بالتصفية اللا إرادية والتـي ترتبط بمواجهة المنشأة لصعوبات مالية شديدة وصلت إلـى حدها الأقصى من خلال توقفها عن الوفاء بالتزاماتها تجـاه الدائنين، الأمر الذي يعني إمكانية حصول الدائنين على حكم قضائي بتصفية المنشأة لاستيفاء حقوقهم، أو على الأقل توقع حصولهم على الحكم المذكور.

والواقع إن التصفية تحت أي مفهوم سوف ترتبط باحتمال عدم كفاية القيمة السوقية للأصول لسـداد القيمـة الدفتريـة للخصوم ورأس المال وبالتالي احتمال تعرض بعض الدائنين لخسائر، وإن كان الاحتمال المذكور يبدو منخفضا في حالـة التصفية الإرادية ويبدو مؤكدا في حالة التصفية – القانونيـة. ويمكن توضيح ذلك الأمر من خلال الشكل التالي:

بيان إيضاحي لموقف المنشأة
المتعثرة ماليا

القيمة السوقية للأصول	القيمة الدفترية للخصوم ورأس المال
خسائر التصفية	

ومن الشكل السابق يتأكد ما يلي:

١- إن القيمة السوقية للأصول سوف تكون أقل من قيمتها الدفترية بقدر خسائر التصفية.

٢- إن القيمة الدفترية للخصوم ورأس المال لن ترتبط بأي انخفاض نظرا لعدم قابلية هذا الأمر للمساومة أو إعادة التقييم، الأمر الذي يحتم ضرورة تقسيم عناصر الخصوم ورأس المال إلى عدة فئات تختلف فيما بينها بشأن درجة الأسبقية في استيفاء مستحقاتها، حيث إن الوضع الأكثر شيوعا في هذا الشأن يقضي بتقسيم دائني المنشأة إلى أربع فئات تتدرج تنازليا في أسبقية الحصول على مستحقاتها من النقدية المسالة للأصول وهي:

١- الديون ذات الأولوية الأولى

والتي تتكون من العناصر الفرعية التالية:

١/١: الضرائب المستحقة.

٢/١: مستحقات العاملين بالمنشأة.

٢- الديون ذات الأولوية الثانية

والتي تنحصر في جميع عناصر الديون المضمونة بأصول معينة.

٣- الديون ذات الأولوية الثالثة

والتي يمكن وصفها بالديون العادية والتي تخرج عن نطاق عناصر الديون ذات الأولوية الأولى والمضمونة وكذلك خروجها عن نطاق حقوق الملكية.

٤- حقوق المساهمين: والتي تتمثل في قيمة رأس المال المدفوع أو قيمة الأسهم العادية في الشركات المساهمة. بالإضافة إلى باقي العناصر المكونة لحقوق الملكية.

وفيما يتعلق بعناصر الأصول المختلفة والتي يحتم الأمر انخفاض قيمتها السوقية وبشكل إجمالي عن قيمتها الدفترية،

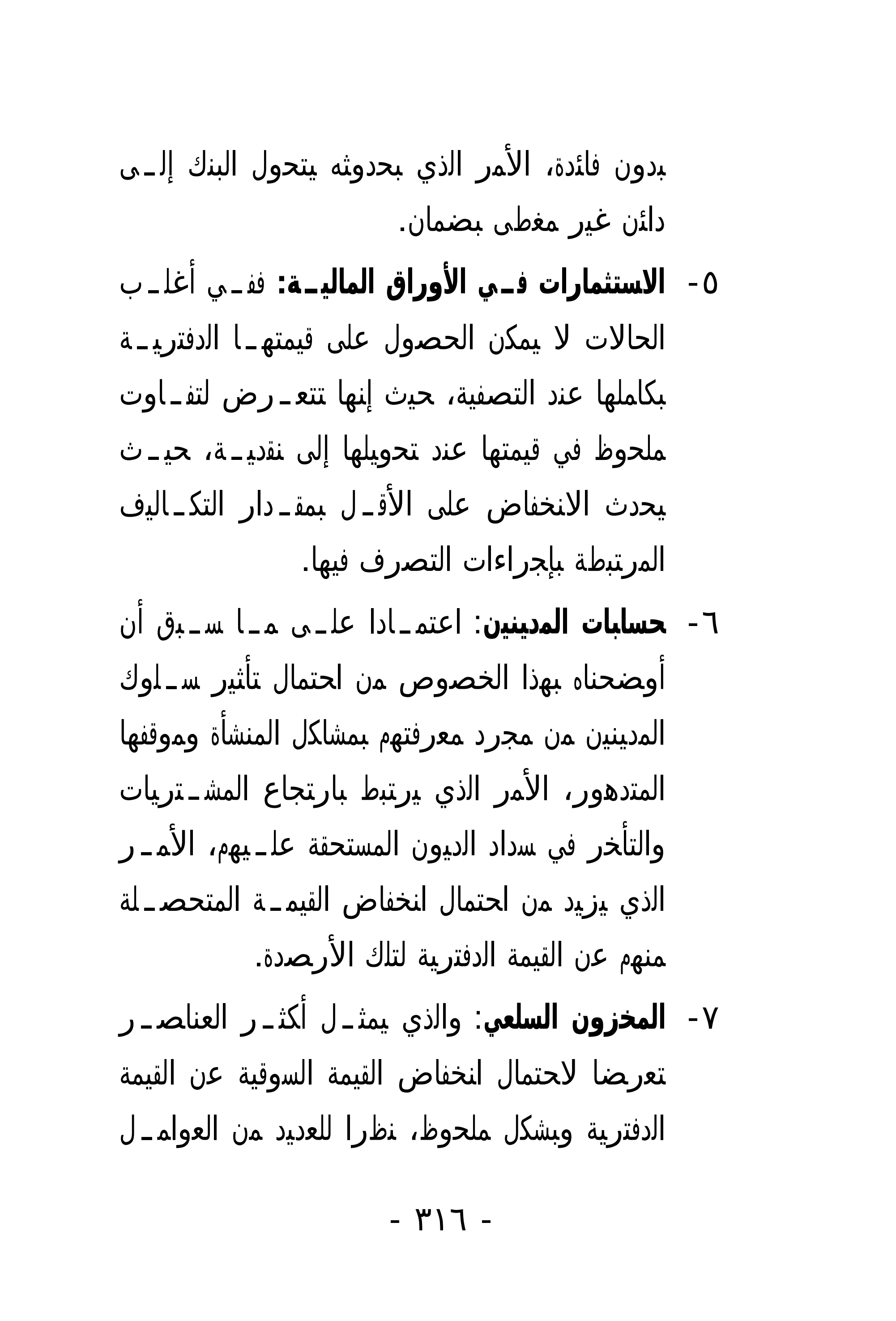
وخاصة إذا كنا في مواجهة حالـة مـن حـالات التصـفية القضائية، فنجد اختلافات واضحة فيما بينها، حيث نجد أن:

١- **الأراضي**: من المتوقع أن تصـفى بقيمـة سـوقية مساوية على الأقل لقيمتها الدفترية، وفـي أغلـب الحالات يتوقع زيادة قيمتها السـوقية عـن قيمتهـا الدفترية.

٢- **عناصر الأصول الثابتة القابلة للإهلاك**: فنجد أنهـا تعتبر مشكلة أكثر تعقيدا نظـرا لتـدهور قيمتهـا السوقية بشكل مستمر بفعل عوامـل عديـدة منهـا عوامل التضخم وعوامل التقادم، الأمر الذي يؤكـد انخفاض قيمتها السوقية عن قيمتها الدفترية.

٣- **النقدية بالصندوق**: من المنطقي أن لا يحـدث أي اختلاف بين القيمة السوقية والدفترية لهذا العنصـر سواء بالزيادة أو النقص.

٤- **النقدية بالبنوك**: من المنطقي أن يتم تصـفية هـذا العنصر بقيمته الدفترية، إلا أنه قد يحدث في بعض الحالات الخاصة أن تكون المنشأة موضع التصـفية في حالة سحب على المكشوف، والذي يعتبر قرض



بدون فائدة، الأمر الذي بحدوثه يتحول البنك إلى دائن غير مغطى بضمان.

٥- **الاستثمارات في الأوراق المالية:** ففي أغلب الحالات لا يمكن الحصول على قيمتها الدفترية بكاملها عند التصفية، حيث إنها تتعرض لتفاوت ملحوظ في قيمتها عند تحويلها إلى نقدية، حيث يحدث الانخفاض على الأقل بمقدار التكاليف المرتبطة بإجراءات التصرف فيها.

٦- **حسابات المدينين**: اعتمادا على ما سبق أن أوضحناه بهذا الخصوص من احتمال تأثير سلوك المدينين من مجرد معرفتهم بمشاكل المنشأة وموقفها المتدهور، الأمر الذي يرتبط بارتجاع المشتريات والتأخر في سداد الديون المستحقة عليهم، الأمر الذي يزيد من احتمال انخفاض القيمة المتحصلة منهم عن القيمة الدفترية لتلك الأرصدة.

٧- **المخزون السلعي**: والذي يمثل أكثر العناصر تعرضا لاحتمال انخفاض القيمة السوقية عن القيمة الدفترية وبشكل ملحوظ، نظرا للعديد من العوامل

المتعلقة بالتلف والتأثر بعوامل التضخم والتقادم ويزداد الأمر حدة بالنسبة لمخزون المنتجات تحت التشغيل؛ نظرا لصعوبة التصرف فيها أو ردها للمورد بأية قيمة، كما في حالة المواد الخام، وكذلك الأمر بالنسبة لمخزون المنتجات تامة الصنع والذي يرتبط فيها انخفاضه بعنصر التقادم.

٨- **الأصول شبه الثابتة بعناصرها المختلفة**: إذا أخذنا في الاعتبار أن هذه المجموعة تتضمن العديد من العناصر التي رأى الباحث عدم صلاحيتها للانضمام إلى أي من المجموعتين الأساسيتين، سواء كانت مشروعات تحت التنفيذ والتي تعكس أصولاً ثابتة لم تجهز بعد للاستخدام، أو عناصر مستبعدة من رأس المال العامل سواء لانخفاض سيولتها أو لعدم ارتباطها بطبيعة النشاط، يصبح من الأمور الحتمية عدم إمكانية تصفيتها بقيمتها الدفترية، وبالتالي ضرورة ارتباط تصفيتها بقدر معين من خسائر التصفية، حيث سبق أن تضمن برنامج الإصلاح المالي تصفية هذه المجموعة بمبلغ

نقدي قدره ٥٥٠ ألف جنيه من قيمة دفترية قـدرها ٦٦٥ ألف جنيه.

والواقع إن برنامج التصفية والذي سيعرض هنا تطبيقًـا على الشركة (ص) من خـلال آخـر مركـز مـالي لهـا (١٩٨٩/١٢/٣١) سوف يتضـمن الإجـراءات التفصـيلية المتتابعة التالية:

(أ) تحديد الموقف النهائي لعناصـر الخصـوم بالنسـبة لفئات الدائنين وبالتالي تحديد القيمة النقدية لكل فئـة منهـا ومسميات محتوياتها وذلك على الوجه التالي:

أ/١: فئة الديون ذات الأولوية الأولى.

حيث إن قيمتها النقدية ٣١٧ ألف جنيه موزعة كما يلي:

أ/١/١: ١٢٠ ألف جنيه ضرائب مستحقة.

أ/١/٢: ١٩٧ مستحقات العاملين بالشركات.

حيث يتبين أن الخصوم المستحقة تتضمن ١٠٠ ألف جنيه ضرائب مستحقة وأن باقي قيمتها الدفترية تمثـل مسـتحقات متأخرة للعاملين.

أ/٢: فئة الديون ذات الأولوية الثانية (المضمونة).

حيث تبين أنها محصورة في القروض طويلة الأجل بقيمة قدرها ١٥٠٠ ألف جنيه والتي تبين أنها مضـمونة بالقيمـة الدفترية للحسابات المدينة وأوراق القبض والتي تبلغ ٢٣٠٠ ألف جنيه.

أ/٣: فئة الديون الأولوية الثالثة (العادية).

حيث تتكون منطقيا من عـدة عناصـر يمكـن حسـابها بالمعادلة التالية:

قيمة الديون العادية = إجمالي الخصوم ورأس المـال – (حقوق الملكية + الديون ذات الأولوية + الديون المضمونة).

= ٨٦٨٣ – (٢٣٨٣ + ٣١٧ + ١٥٠٠) = ٤٤٨٣ ألف جنيه.

أ/٤: حقوق المساهمين: والتي تعكس التزام الشركة تجـاه مساهميها، والتي تتمثل في القيمة الإجمالية لحقوق الملكيـة والتي تبلغ ٢٣٨٣ ألف جنيه.

(ب) حصر الموقف النهائي لتصفية عناصـر الأصـول

حيث يتم ذلك من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٣٩)

بيان بتصفية أصول الشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

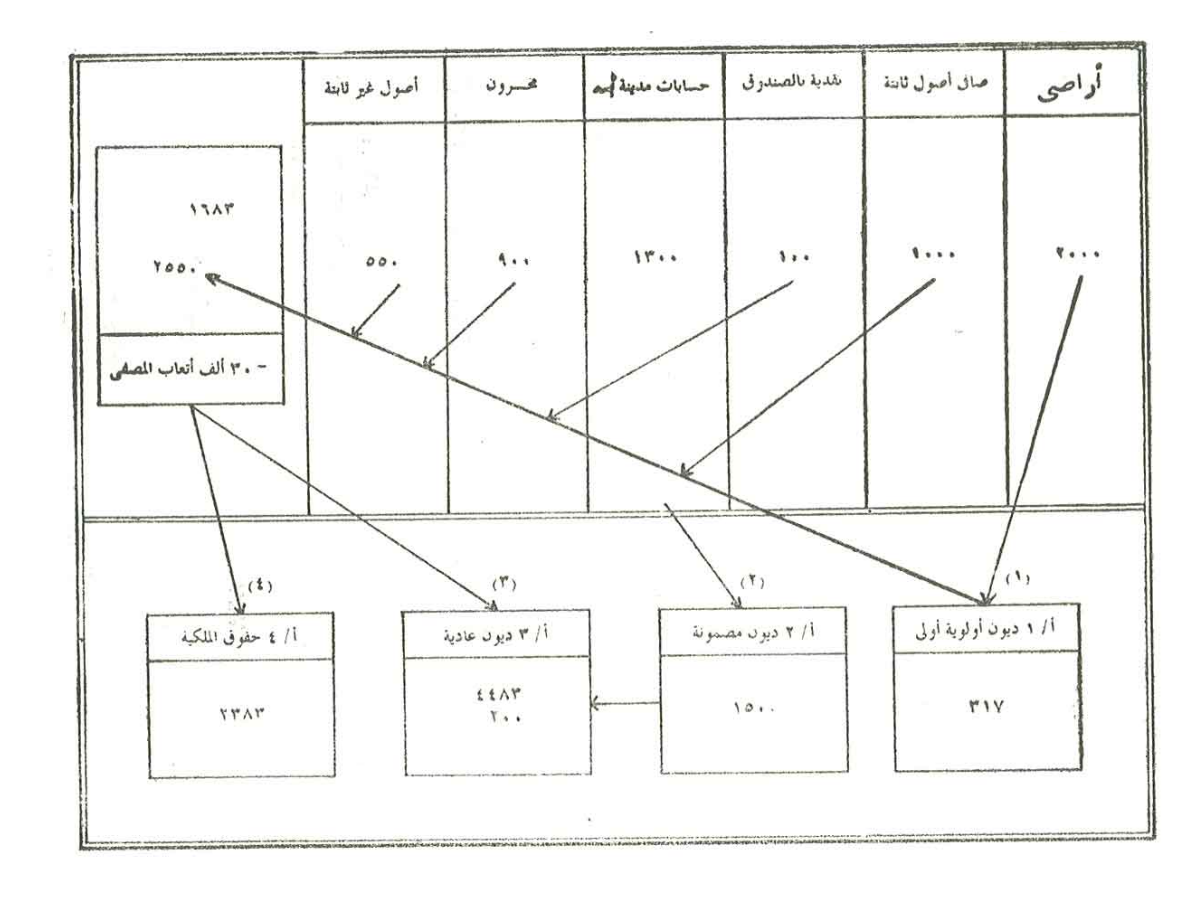
بيان الأصول	قيمة دفترية للأصل	قيمة سوقية للأصل	نتيجة التصفية
- الأراضي.	١٥٠٠	٢٠٠٠	+ ٥٠٠
- صافي أصول ثابتة بعد الإهلاك.	٢٧٨٣	١٠٠٠	(١٧٨٣)
- نقدية بالصندوق والبنوك	١٠٠	١٠٠	-
- حسابات مدينة وأوراق قبض	٢٣٠٠	١٣٠٠	(١٠٠٠)
- مخزون	١٣٣٥	٩٠٠	(٤٣٥)
- أصول شبه ثابتة	٦٦٥	٥٥٠	(١١٥)
إجمالي	٨٦٨٣	٥٨٥٠	(٢٨٣٣)

ويتضح أن معدل التصفية = $\frac{\text{قيمة سوقية للأصول}}{\text{قيمة دفترية للأصول}}$ × ١٠٠

= $\frac{٥٨٥٠}{٨٦٨٣}$ × ١٠٠ = ٦٧,٣٧ %

الأمر الذي يعني أن معدل الخسارة = ٣٢,٦٣% ($\frac{٢٨٣٣}{٨٦٨٣}$) × ١٠٠

(ج) تنفيذ إجراءات السداد: من خلال محتويات الجدول التالي:


أراضي
٢٠٠٠
صافي أصول ثابتة
١٠٠٠
نقدية بالصندوق
١٠٠
حسابات مدينة
١٣٠٠
مخزون
٩٠٠
أصول غير ثابتة
٥٥٠
١٦٨٣
٢٥٥٠
- ٣٠ ألف أتعاب المصفي
(١)
أ/ ١ ديون أولوية أولى
٣١٧
(٢)
أ/ ٢ ديون مضمونة
١٥٠٠
(٣)
أ/ ٣ ديون عادية
٤٤٨٣
٢٠٠
(٤)
أ/ ٤ حقوق الملكية
٢٣٨٣

ولتوضيح الإجراءات التي تضمنها الجدول السابق نـذكر ما يلي:

١- يشير السهم رقم (١) إلى استخدام القيمة التـي تـم الحصول عليها من تصفية الأراضـي فـي سـداد الديون ذات الأولوية الأولى بكامل قيمتها واحتجـاز المبلغ المتبقي وقدره ١٨٦٣ ألف جنيـه لمواجهـة الديون العادية.

٢- يشير السهم رقم (٢) إلى تصفية الأصول الثابتة ذات القيمة الدفترية ٢٣٠٠ ألف جنيه بمبلغ قدره ١٣٠٠ ألف جنيه وتوجيه هذا المبلغ نحـو سـداد الـديون المضمونة حيث يتبين عدم كفايتها لسـداد الـديون المضمونة بكامل قيمتها، الأمر الذي يحتم ترحيـل القيمة الغير مسددة وقدرها ٢٠٠ ألف جنيـه إلـى الديون العادية لتزيد قيمتها من ٤٤٨٣ ألف جنيه إلى ٤٦٨٣ ألف جنيه.

٣- تجميع القيم النقدية التي تم الحصـول عليهـا مـن تصفية كل من: الأصول الثابتة والنقدية والمخـزون والأصول شبه الثابتة وترحيلها إلى المبلـغ السـابق

احتجازه لسداد الديون العادية لكي يصبح إجمالي هذا المبلغ ٤٢٣٣ ألف جنيه.

٤- يشير السهم رقم (٣) إلى توجيه المبلغ المخصص لسداد الديون العادية بعد خصم أتعاب المصفي وقدرها ٣٠ ألف جنيه، لكي ينخفض المبلغ الموجه لسداد الديون العادية إلى ٤٢٠٣ ألف جنيه فقط.

٥- يشير السهم رقم (٤) إلى توجيه المبلغ المتبقي بعد سداد الديون العادية بكامل قيمتها نحو سداد جزء من حقوق الملكية، وهو الأمر الذي ليس له وجود في هذه الحالة، كما أنه لا يحدث مطلقًا في الحالات التي يتم فيها مواجهة حالة التصفية القضائية.

ومن الواضح أن أصحاب الشركة لن يتبقى لهم أية مبالغ نقدية نظرا لعدم إمكانية سداد الديون العادية بكامل قيمتها.

(د) إعداد التقرير النهائي للتصفية:

إن الهدف من إعداد هذا التقرير ينحصر في تحديد الموقف النهائي لفئات الدائنين من حيث نسبة السداد ونسبة الخسارة لكل منها والذي يمكن تصويره على الوجه الآتي:

جدول رقم (٤١)

بيان بالتقرير النهائي لبرنامج تصفية الشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان فئات الدائنين	قيمة الديون	المبلغ المسدد	نسبة السداد %	نسبة الخسارة %
(أ) ديون ذات أولوية أولى	٣١٧	٣١٧	١٠٠%	-
(ب) ديون مضمونة	١٥٠٠	١٣٠٠ + ٢٠٠ × ٩٠% = ١٤٨٠	٩٩%	١%
(ج) ديون عادية	٤٦٨٣	٤٢٠٣	٩٠%	١٠%
(د) حقوق المساهمين	٢٣٨٣	-	-	١٠٠%

تم بحمد ا وفضله والذي بفضله تتم الصالحات وبتوفيقه تتم الأعمال وبهديه ترفع الدرجات.

المراجع

المراجع العربية:

- د. سيد الهواري: **الإدارة المالية، منهج اتخاذ القرارات**، (القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٧٥).
- د. شوقي حسين عبد ا : **التمويل والإدارة المالية**، (القاهرة: مكتبة دار النهضة العربية، ١٩٨٥).
- د. محمد عفيفي حمودة: **تحليل القرارات والنتائج المالية** (القاهرة: مكتبة عين شمس ١٩٨٦).
- ________ **البحث العلمي أصول وقواعد البحث وكتابة التقارير**، (القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٨٣).
- د. منير صالح هندي: **الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر**. (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٨٩).

المراجع الإنجليزية:

- Charles O. Krancke, Erwin Esser Nemmers and Alan E. Grunewlad: Managerial Finance. Esentials: west publishing company, N. Y:, second Edition, 1978.
- Clifton H. Kreps, Jr., and Richard Fwacht, financial Administration, the Dryden press, 1975.
- De Anglo, H., and Masulis, R. optimal Capital structure under Carporate. personal taxation, Journal of financial Economics, 8 (March 1980).
- Eugens F. Brigham, Financial Management: theory and practice, the Dryden press, 1977.
- James C. Van Horne, Fundametnals of financial Management, prentice-Hall, inc., third Edition, 1977.
- J. Fred Weston and Eugens F. Brigham Managerial finance, Holt. Sunders limited, Sixt Ed., 1980.
- Krasker William s., stock price Movements in pesponse to Stock issues under Asymmetric Journal of finance, 41 (March 1986).
- Louis K. Brandt, Analysis for financial Management, prentice Hall, inc., 1972.
- M. Champen findly, and Edward E, Willims, An integrated Analysis for Managerial finance, prentice-Hall, inc., 1970.

- Myers S., and Magluf, N. Corporate finance and investment Decisions when firms have information investors do Not Have, Jorunal of financial Economics, 13 (June 1984).
- Scott, J. Bankruptcy, Secured Debt, and optimal Capital structure, Journal of finance, 32 (March, 1977).
- Titman S. the Effect of Capital Structure on a firm's liquidation Journal of financial Economics, 13 (March 1984).
- Van Horne, J. c. financial Management and policy (5th ed) Englewood cliffs N. j: Prentice Hall, 1980.
- Warner, J. Bankruptcy Costs: Some Evidence. Jorunal of finance, 32 (May 1977).